仅供内部参考，请勿外传

国金证券 SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

内需与上游双主线，高股息正当时

——2026纺服&美护行业半年度策略

分析师：杨欣 执业编号：S1130522080010
分析师：赵中平 执业编号：S1130524050003
分析师：杨雨钦 执业编号：S1130524110005

2026/6/14

仅供内部参考，请勿外传

摘要

核心策略：把握消费复苏和上游原材料两大主线，重视高股息标的配置价值。

- **内需弹性方向：**运动行业格局较好，国牌运动龙头市占率持续提升。抖音凭借内容电商属性，在新品露出与快速上量方面具备独特优势，更契合国货高频迭代、快速出新的产品打法，目前仍是国货品牌最为重要的增量渠道。增长抓手从流量运营迁移至大单品，再到外延并购。从竞争格局看，高端细分品类的竞争格局排序为彩妆>护肤>洗护。

1、**受益于高端消费景气度持续上行：①高端心智+平台增量**：品牌高端心智稳固，平台流量持续贡献增量。个股优选：高端心智稳固，产品线拓展同时门店扩张的**比音勒芬**、高端国货具备稀缺性，线上渠道持续贡献增量的**毛戈平**；**②高端赛道+新品类切入**：通过拓展高毛利的新产品/品类/成分进军高端赛道。个股优选：自有品牌高端定位稳固，收购补齐高端护肤的**若羽臣**、高毛利AKK业务快速拓展的益生菌上游龙头。

2、**产品创新/多品牌矩阵驱动基本面拐点：**①品牌定位清晰，产品创新带来新一轮业绩拐点。个股优选：以产品科技为基础，持续拓展顶级营销资源提升品牌影响力的**李宁**、新大单品动销良好，H2低基数下高弹性**巨子生物；**②渠道经验复用，多品牌矩阵接力增长。个股优选：成熟渠道经验复用，第二梯队品牌快速发展的**上美股份；**

- **上游涨价受益方向：棉、羊毛涨价具有持续性，美棉/羊毛本轮价格累计上行23%/80%以上，主要由于供给端持续收缩，且需求端美国关税稳定后下游品牌出现补库现象，后续供给端减少预计为价格支撑因素。**

1、**干旱、化肥价格提升持续，美棉价格趋势上涨：**内外棉价格都呈现上涨趋势，其中美棉上涨趋势更显著。主要由于1）美国大规模干旱持续。2）地缘冲突提升国际化肥等种植成本。建议关注：拥有较多棉花库存，业绩有望受益于棉价上涨的**百隆东方、天虹国际集团**等。

2、**澳洲产毛羊供给持续收缩，叠加需求端运动类产品羊毛需求增加，毛价持续上行：**AWPFC预测26/27澳洲羊毛产量同比下降4.5%，由于饲养产毛羊有较长周期，供给下降有刚性，需求端运动品牌开发羊毛产品带来增量。个股优选：毛价上行有望带动利润释放的**新澳股份。**

- **高股息方向：在地缘政治风险叠加市场波动加剧背景下高股息标的作为“压舱石”值得重视。**个股标的：京东独家合作，兼具品牌效应和运营能力的**海澜之家**；持续推进消费者心智建设、数智化零售的**江南布衣**；主业羽绒服稳健，户外板块+雪中飞等多品牌矩阵有望贡献增量的**波司登**；亚朵大单品战略促进消费者教育，电商渠道高增有望带动利润释放的家纺企业。

仅供内部参考，请勿外传

国金证券 SINOLINK SECURITIES

目录

1 板块表现复盘

2 三大方向筛选

2.1 内需弹性方向

2.2 原材料涨价方向

2.3 高股息方向

3 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

国金证券
SINOLINK SECURITIES

01 板块表现复盘

仅供内部参考，请勿外传

1.1、社零结构分化，下半年总量维持弱复苏

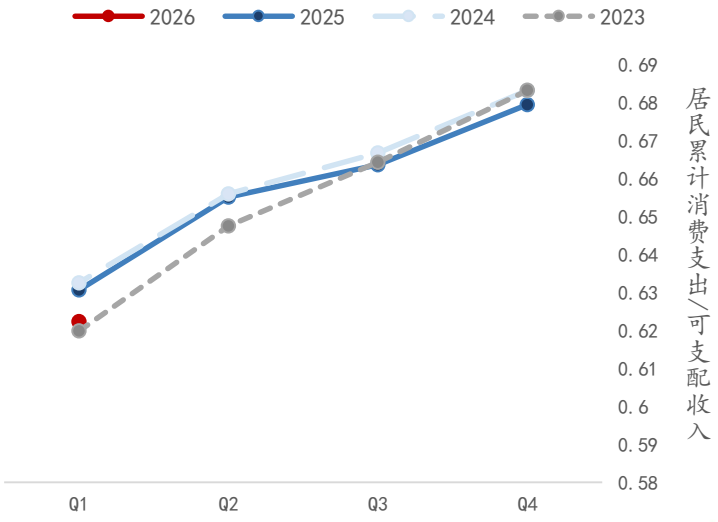
- 当前我国消费呈现总量温和复苏，内部结构分化的特征。从社零结构来看，2026年Q1社会消费品零售总额同比+2.4%，其中餐饮收入为代表的服务零售零售额同比+4.2%，显著快于商品零售（+2.2%）。高端消费已出现比大众消费更明确的领先修复迹象，金银珠宝、化妆品从25Q3开始零售额同比增速持续领跑，26Q1分别同比+10.6%、+6.2%。
- 居民消费倾向低于去年同期，整体复苏倾向温和反弹。从居民消费支出与可支配收入占比来看，26Q1该比例为62%，低于24年、25年同期，消费能力较弱。促消费政策延续但节奏切换，中央层面安排2500亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新，配套1000亿元财政金融协同促内需；Q1以旧换新销售额已超4331亿元，至5月2日累计带动6193.6亿元，但边际拉动弱于去年，消费内生动力不足。618大促有望带动Q2有所反弹，但预计整体仍将延续结构性弱复苏态势。

图表：服装社零当月同比增速（%）

	26Q1	25Q4	25Q3	25Q2	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
社零总额	2.4%	0.7%	2.4%	4.4%	3.6%	3.8%	2.7%	2.6%	4.7%	8.3%	4.2%	10.7%	5.8%
商品零售	2.2%	0.3%	2.4%	4.4%	3.5%	3.9%	2.6%	2.4%	4.0%	6.4%	3.1%	8.8%	4.9%
餐饮收入	4.2%	4.2%	2.6%	5.1%	4.3%	3.3%	3.1%	5.0%	10.8%	24.4%	14.0%	29.9%	13.9%
粮油食品、饮料烟酒	7.0%	7.1%	8.2%	13.1%	12.5%	11.1%	11.2%	10.8%	7.5%	3.1%	5.9%	2.5%	9.9%
服装鞋帽、针、纺织品	6.5%	4.9%	4.5%	4.5%	4.8%	4.0%	0.5%	2.0%	-0.2%	14.3%	2.8%	14.2%	12.7%
化妆品类	6.2%	9.9%	9.9%	5.7%	5.7%	4.9%	0.0%	3.0%	4.1%	2.4%	4.1%	13.8%	9.9%
金银珠宝类	10.6%	17.2%	13.8%	20.4%	8.4%	-0.6%	-7.7%	-4.0%	2.7%	13.3%	0.0%	20.1%	17.2%
日用品类	2.9%	5.3%	10.9%	10.8%	9.2%	7.6%	4.8%	5.1%	-1.5%	-0.2%	0.4%	4.2%	10.8%

资料来源：wind，国金证券研究所

图表：居民消费倾向低于去年同期



资料来源：wind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2、高端率先复苏，场景端快于品牌端

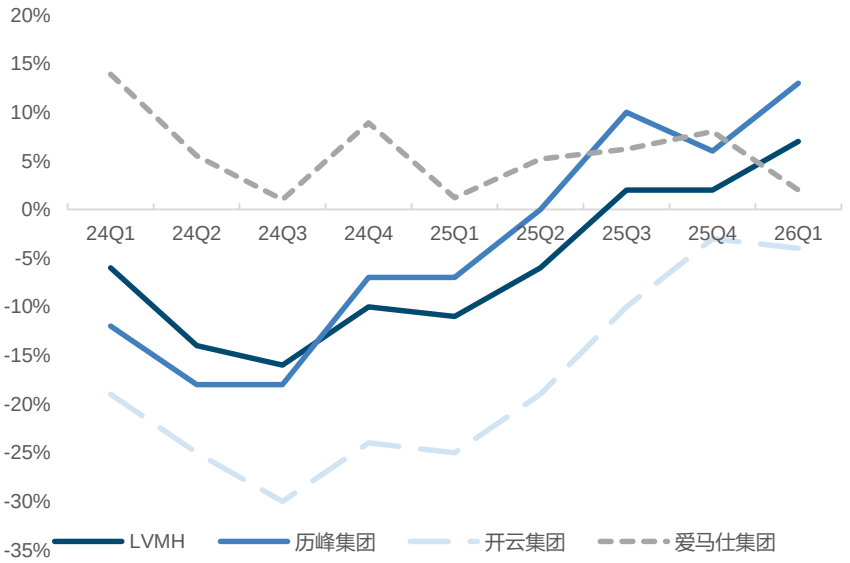
- 高端商业场景复苏趋势延续。2025年华润万象在营购物中心零售额同比增长23.7%，业主端租金收入同比增长16.9%；恒隆内地商场零售销售动能已连续五个季度为正，内地商场组合租金收入及租户销售额分别同比增长1%/4%；进入2026Q1，太古地产内地零售物业销售额全线同比增长，部分项目增速达2.7%–81.5%。
- 奢侈品集团亚太地区（除日本）单季度收入增速加速复苏，历峰、LVMH 26Q1收入增速较25Q4环比大幅提升，分别同比+13%、+7%；爱马仕虽然环比有所放缓，但仍高于往年Q1增速，26Q1同比+2%。

图表：商业地产存量竞争加剧，高端率先恢复

租金（亿元）				
公司	2022	2023	2024	2025
华润万象	42	52	63	69
yoy	19.9%	22.6%	21.4%	10.0%
太古	110	121	120	116
yoy	-5.1%	9.7%	-0.7%	-3.3%
恒隆	90	92	86	85
yoy	-2.6%	2.2%	-6.8%	-1.3%

购物中心零售额（亿元）				
公司	2022	2023	2024	2025
华润万象	1264	1812	2150	2660
yoy	6.3%	43.3%	18.7%	23.7%
太古	138	146	144	160
yoy	-13.0%	6.1%	-1.6%	11.2%
恒隆	103	103	112	100
yoy	0.3%	-0.3%	9.0%	-11.5%

图表：奢侈品集团亚太地区（除日本）单季度收入增速加速复苏



资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.3、高端外资中国区复苏结构分化，线上渠道为核心抓手

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **高端外资在中国区的复苏同样内部分化。**整体结构上呈现高奢端强于大众、香氛/美发强于护肤/彩妆、线上强于旅游零售、中国大陆强于亚太、头部品牌强于尾部品牌。2026Q1高端外资品牌如雅诗兰黛、兰蔻、LAMER、赫莲娜、修丽可等线上GMV均实现双位数增长，而大众外资如欧莱雅巴黎、Olay相对偏弱。无论是雅诗兰黛、欧莱雅、LVMH还是资生堂，香氛都是最稳定甚至最强的增长抓手。多数外资集团的中国区恢复，主要靠天猫企稳、部分高端品牌抖音运营能力提升、线下高端专柜恢复，而旅游零售依旧是修复最慢的环节。

图表：高端外资26Q1大中华区持续恢复，但内部结构分化

资生堂	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
营收（JPY，亿元）	2282	2416	2240	2762	2320
yoy	*-8.50%*	*-6.75%*	*4.56%*	*3.1%*	*1.6%*
中国区	750	1739	2400	3422	783
yoy	*35.13%*	*32.10%*	*38.06%*	*4.5%*	*4.5%*
中国区情况	市场有所回暖	中国大陆销售额个位数增长；25H1中个位数增长	海蓝之谜、CPB销售额录得双位数增长	中国市场高增长，双11期间核心品牌带动增长，电商中个位数增长	中国市场仍有增长，但旅游零售承压
品牌情况		整体业务于25Q3反转回增4.56%		肌肤之钥、NARS延续较强增长，SHISEIDO恢复增长	肌肤之钥、NARS保持增长，SHISEIDO维持正增长

雅诗兰黛	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
营收（USD，亿元）	36	34	35	42	37
yoy	*-9.90%*	*-11.88%*	*3.57%*	*6%*	*5%*
中国区情况	中国大陆销售额个位数增长；25H1中个位数增长；同比下降6%		海蓝之谜、CPB销售额录得双位数增长	中国大陆销售额9.28亿美元，同比+13%；亚太销售额9.00亿美元，organic +2%	中国大陆销售额7.74亿美元，同比+11%；亚太销售额10.03亿美元，基本持平
品牌情况			旗下七个品牌实现两位数增长，Le Labo和长线表现较好	中国大陆连续第二季度双位数增长；海蓝之谜、TOM FORD、Le Labo表现较好	中国大陆保持增长；La Mer和Le Labo带动表现

欧莱雅	25Q1	25H1	25Q3	25H2	26Q1
营收（EUR，亿元）	225	225	226	216	122
yoy	*1.6%*	*1.60%*	*3.1%*	*1.0%*	*3.6%*
高档化妆品部 yoy（全年）	*2.2%*	*25H1 2.2%*		*0.0%*	*0.3%*
大众化妆品部 yoy（全年）	*3.1%*	*25H1 3.1%*		*0.7%*	*2.1%*
皮肤科学美容部 yoy（全年）	*3.7%*	*25H1 3.7%*		*2.5%*	*6.2%*
专业美发产品部 yoy（全年）	*7.4%*	*25H1 7.4%*		*5.7%*	*14.5%*
中国区情况	同比持平	Q2反弹，增速回升至3%		北亚LFL +0.5%，reported -2.2%；剔除旅游零售后，下半年增速由上半年持平改善至约+4%	北亚adjusted like-for-like +4.8%，reported -9.0%；中国增长中高个位数，较去年明显改善
品牌情况	1-9月增速3%	1-9月增速3%		Luxe继续跑赢市场，皮肤科学美容与专业美发保持强劲，巴黎欧莱雅巩固中国美妆第一品牌地位	Luxe维持强劲动能，Aesop与高端护肤拉动；皮肤科学美容和专业美发双位数增长

拜尔斯道夫	25Q1	25H2	25Q3	25H2	26Q1
营收（EUR，亿元）		52		99	25
yoy		*0.3%*		*0.0%*	*-7.7%*
莱珀妮 yoy	*-17.5%*	*-10.7%*	*1-9月-7.2%，Q3增长1.6%*		*-14.9%*
中国区情况	1-9月增速3%	1-9月前三季+3%，Q3增长1.6%		中国生态与旅游零售仍承压，但中国电商表现积极；莱珀妮四季度恢复增长	受美国百货与中国旅游零售拖累，但中国仍保持较强动能

资料来源：青眼情报，国金证券研究所

图表：外资品牌线上增速分化，高端高增长、大众承压

全部	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
海蓝之谜	45%	38%	19%	27%	10%
赫莲娜	39%	11%	29%	8%	21%
修丽可	24%	25%	32%	43%	50%
兰蔻	10%	15%	12%	28%	18%
雅诗兰黛	8%	14%	10%	20%	10%
妮维雅	-16%	-9%	-18%	7%	38%
欧莱雅	10%	-16%	-5%	-7%	7%
玉兰油	8%	-18%	-7%	9%	-14%

天猫	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
海蓝之谜	79%	63%	64%	54%	9%
赫莲娜	32%	2%	55%	-13%	43%
修丽可	17%	20%	62%	59%	92%
兰蔻	4%	11%	48%	41%	29%
雅诗兰黛	0%	16%	71%	50%	48%
妮维雅	-9%	10%	-8%	11%	30%
欧莱雅	-9%	-26%	22%	-1%	24%
玉兰油	4%	-25%	5%	26%	-3%

抖音	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
海蓝之谜	26%	50%	-13%	-9%	13%
赫莲娜	47%	28%	50%	27%	21%
修丽可	17%	41%	-12%	3%	-24%
兰蔻	6%	24%	-20%	19%	12%
雅诗兰黛	12%	44%	-18%	-9%	-16%
妮维雅	-40%	-65%	-46%	-7%	124%
欧莱雅	34%	1%	-39%	-15%	-1%
玉兰油	18%	5%	-17%	-19%	-27%

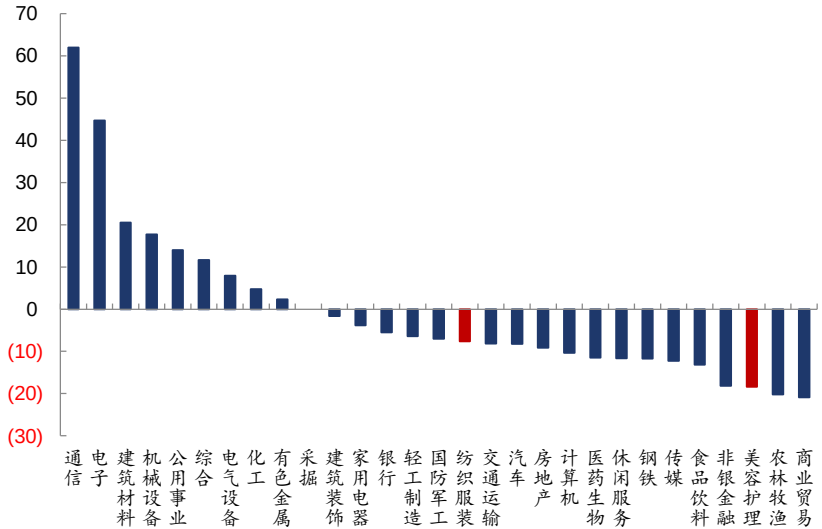
资料来源：青眼情报，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.4、消费上半年涨跌幅整体居后，板块持仓持续低位

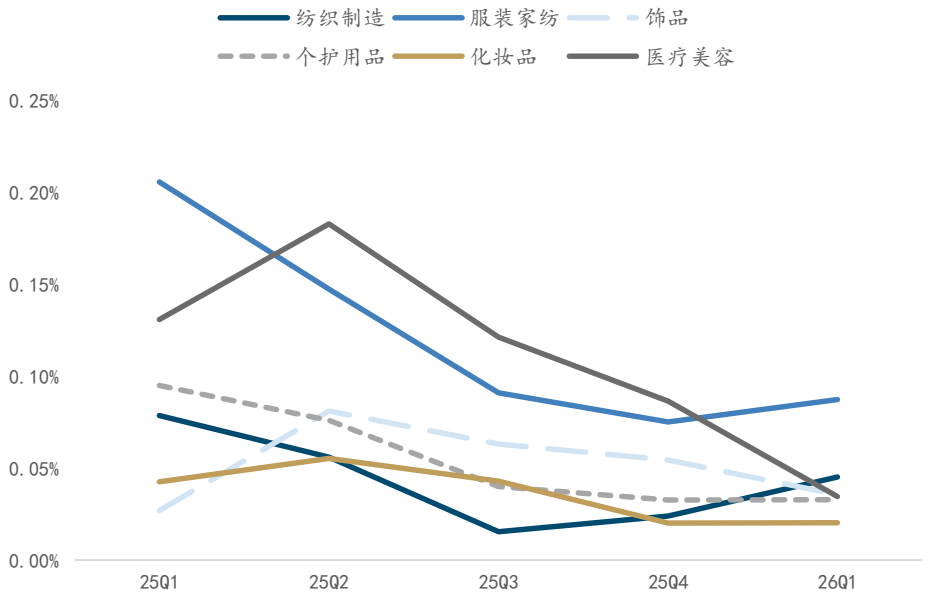
- 年初至今纺服、美护板块涨跌幅分别位于行业第16、27位。26Q1纺织服装行业整体公募基金持股比例较25Q4反弹至0.17%，其中服装家纺、纺织制造板块分别回升至0.09%、0.05%；美容护理行业持股比例则自25Q2开始持续下降，26Q1比例为0.09%，其中个护、化妆品、医疗美容板块持股比例分别为0.03%、0.02%、0.03%，板块持仓均在低位。

图表：年初至今纺服、美护板块涨跌幅分别位于第16、27位(%)



资料来源：同花顺ifind，国金证券研究所

图表：纺服、美护A股板块公募基金持股比例



资料来源：同花顺ifind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

国金证券
SINOLINK SECURITIES

02 大方向筛选：优选三大细分方向

仅供内部参考，请勿外传

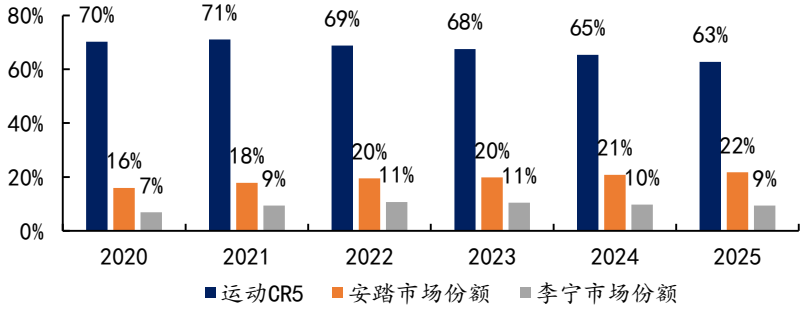
2.1、运动行业格局较好，国牌运动龙头市占率持续提升

- **运动格局较好，马太效应显著，看好行业持续集中。**运动鞋服行业集中度较高，2025年CR5为63%，远高于男装/女装/童装，近年CR5下降主要因为国际品牌调整，我们认为高集中度主要有两大底层原因，即消费者对于功能性的需求相对一致，受潮流趋势分化风险小；且品牌和产品的壁垒较高，行业龙头相较中小企业拥有较大的技术、资源、资金等优势，马太效应强。产品端，具备研发能力的龙头仍会具备先发优势。营销端，赛事、球星资源集中在几个头部品牌手中。从各大公司2026年流水指引来看，普遍保持优于行业平均增速的目标。

图表：2025年运动龙头公司增速稳健，盈利水平稳中向好

	单位：亿元	2021	2022	2023	2024	2025
安踏体育	营业收入	493.28	536.51	623.56	708.26	802.19
	yoy	38.91%	8.76%	16.23%	13.58%	13.26%
李宁	营业收入	225.72	258.03	275.98	286.76	295.98
	yoy	56.13%	14.31%	9.96%	3.90%	3.22%
特步国际	营业收入	100.13	129.30	143.46	135.77	141.51
	yoy	22.53%	29.13%	10.94%	-5.36%	4.23%
361度	营业收入	59.33	69.61	84.23	100.74	111.46
	yoy	15.73%	17.31%	21.01%	19.59%	10.64%

图表：安踏、李宁市场份额持续提升



图表：2026Q1运动公司保持良好的销售流水，2026年龙头预计维持稳健增长

公司	品牌	2026年流水指引
安踏体育	安踏主品牌	低单位数以上增长
	FILA	中单位数增长
	迪桑特/可隆	同比增长超20%
李宁	李宁	高单位数增长
特步国际	特步主品牌	正增长
	索康尼	同比增长20%-30%
361度	361度	规模增长8%-10%

公司	品牌	26Q1
安踏体育	安踏主品牌	高单位数正增长
	FILA	10%-20%低段正增长
	其他品牌	45%-50%正增长
李宁	李宁	李宁（不包含李宁YOUNG）录得中单位数正增长
特步国际	特步主品牌	低单位数同比增长
	索康尼	超过20%同比增长
361度	361度主品牌	线下同比录得约10%增长；线上录得中双位数增长。

资料来源：ifind，欧睿，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.1、美护细分品类竞争格局：彩妆>(高端)护肤>洗护

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 高端国货龙头在享受高端景气度上行与标的稀缺性红利的同时，也面临外资品牌加码线上渠道带来的竞争压力。当前抖音仍是国货品牌最为重要的增量渠道。尽管自2025年下半年起流量有所回流天猫，但抖音凭借内容电商属性，在新品露出与快速上量方面具备独特优势，更契合国货高频迭代、快速出新的产品打法。我们认为从竞争格局看，高端细分品类的竞争格局排序为彩妆>护肤>洗护。26Q1护肤、彩妆、头部护理线上GMV分别同比增长7%、15%和4%，彩妆环比提速明显。

- 细分品类竞争逻辑上显著分化。中高端护肤市场外资品牌凭借长期积淀的品牌叙事与心智占领，地位依然稳固。彩妆尽管价格带较为集中，但功效性与个性化标签更为明显、已形成差异化心智的国货品牌，仍具备与国际大牌同台竞争的能力。洗护赛道则以国货间竞争为主，抖音5月卡诗以1.13亿元GMV成为洗发护发领域唯一破亿的品牌，国货品牌诗裴丝、OR、等紧随其后，洗护发TOP20中国货占据16席，数量优势明显。防脱、蓬松、控油去屑等经典功效仍是主流，部分品牌正向洗发湿巾、头皮精华液等细分品类拓展。

图表：5月全品牌、洗护榜单高端外资明显反弹

5月抖音化妆品品牌榜单

排名	品牌名	GMV(亿元)
1	赫莲娜	6.23
2	雅诗兰黛	5.49
3	珀莱雅	5.4
4	海蓝之谜	5.01
5	韩束	4.89
6	自然堂	4.47
7	欧莱雅	4.13
8	兰蔻	4.05
9	谷雨	3.45
10	SK-II	3.06
11	百雀羚	2.94
12	圣罗兰	2.92
13	毛戈平	2.63
14	蒂洛薇	2.57
15	肌肤之钥	2.39
16	蜜丝婷	2.31
17	林清轩	2.21
18	科兰黎	2.19
19	娇韵诗	2.13
20	可复美	2.01

5月抖音洗护榜单

排名	品牌名	GMV(万元)	排名变化
1	卡诗	11323.13	-
2	诗裴丝	6789.98	▲3
3	Off&Relax	6017.13	▲1
4	赫系	5236.92	▲2
5	长发小寨	5126.3	▼3
6	康王	5110.87	▲8
7	欧莱雅	4987.93	▼4
8	固然堂	4917.12	▲1
9	半亩花田	4447.9	▲10
10	故事树	4404.95	▲2
11	馥绿德雅	4394.47	▲5
12	潘婷	3705.91	▼4
13	白云山	3702.21	▼6
14	韩束	3646.98	▲1
15	海飞丝	3520.73	▲5
16	墨见	3282.5	▼3
17	理小养	2956.09	▼7
18	OKCS	2893.27	▲5
19	自然堂	2713.58	▲5
20	养元青	2395.42	▲16

5月淘天化妆品品牌榜单

排名	品牌名	退后销售额（亿元）	排名变化
1	珀莱雅	6.18	▲3
2	欧莱雅	5.98	▼1
3	兰蔻	5.43	▼1
4	修丽可	4.8	▲7
5	SK-II	4.72	▲3
6	雅诗兰黛	4.67	▼3
7	海蓝之谜	3.9	▲2
8	娇韵诗	3.63	▲5
9	肌肤之钥	3.34	▲6
10	圣罗兰	3.07	▼5
11	薇诺娜	2.7	▼4
12	理肤泉	2.53	▲5
13	毛戈平	2.5	▲1
14	卡诗	2.36	▼4
15	赫莲娜	2.31	▲6
16	玉兰油	2.19	▼4
17	资生堂	2.1	▼1
18	可复美	1.92	▲6
19	自然堂	1.83	▲1
20	FAN BEAUTY DIARY	1.74	▲35

5月淘天增速榜单

排名	品牌名	退后销售额（亿元）	同比情况
1	达尔肤	0.67	179.70%
2	阿芙	0.7	141.40%
3	毕生之研	0.4	105.00%
4	FAN BEAUTY DIARY	1.74	97.00%
5	POLA	0.39	76.60%
6	诗裴丝	0.47	74.00%
7	花知晓（美妆）	0.88	66.20%
8	伊菲丹	0.53	61.80%
9	THE ORDINARY	0.36	60.80%
10	馥蕾诗	1.57	60.50%
11	丝塔芙	1.34	55.90%
12	百雀羚	1.21	51.50%
13	OFF&RELAX	0.83	50.70%
14	同频	0.56	50.10%
15	优斐斯	0.45	44.00%
16	谷雨	1.04	40.00%
17	柏瑞美	0.41	39.70%
18	清扬	0.35	38.70%
19	薇诺娜	0.52	37.90%
20	毛戈平	2.5	27.60%

5月淘天洗护榜单

排名	品牌名	退后销售额（万元）	排名变化
1	卡诗	23610.7	-
2	潘婷	14457.5	▲1
3	欧莱雅	11347.8	▼1
4	OFF&RELAX	8260.1	▲3
5	施华蔻	7402.6	▼1
6	海飞丝	6170.6	▼1
7	薇诺娜	5127.2	▲5
8	巴黎欧莱雅沙龙专属	4756.3	▲5
9	诗裴丝	4690.4	▼3
10	馥绿德雅	4251.5	▲8
11	清扬	3491.4	▼2
12	FINO	2732.8	▼1
13	MOROCCANOIL	2637.6	▲20
14	MY.ORGANICS	2613.1	▲25
15	蜂花	2400.3	▼5
16	资生堂专业美发	2281.8	▲1
17	沙宣	2276.4	▼2
18	GOTUKOLA	2210	▲17
19	维特丝	1967.8	▼11
20	多芬	1782.3	▼4

图表：抖音体量最大，天猫增速回升

GMV（亿元）		抖音	京东	天猫	总计
护肤	202501	275	72	147	494
	202502	265	82	221	568
	202503	198	65	130	393
	202504	328	105	354	787
	202601	286	82	162	529
彩妆	202501	123	23	58	205
	202502	111	23	73	207
	202503	103	21	58	181
	202504	134	26	99	259
	202601	138	26	71	235
头部护理	202501	43	17	36	96
	202502	36	17	45	98
	202503	38	19	35	92
	202504	46	20	59	124
	202601	45	17	38	100

yoy		抖音	京东	天猫	总计
护肤	202501	27%	12%	7%	18%
	202502	11%	-6%	-11%	-1%
	202503	4%	14%	9%	7%
	202504	4%	3%	7%	5%
	202601	4%	14%	10%	7%
彩妆	202501	29%	20%	-1%	18%
	202502	15%	3%	-6%	5%
	202503	6%	22%	13%	10%
	202504	9%	0%	9%	8%
	202601	12%	10%	22%	15%
头部护理	202501	24%	26%	13%	20%
	202502	1%	7%	-1%	1%
	202503	-10%	36%	5%	3%
	202504	-2%	4%	3%	1%
	202601	4%	0%	6%	4%

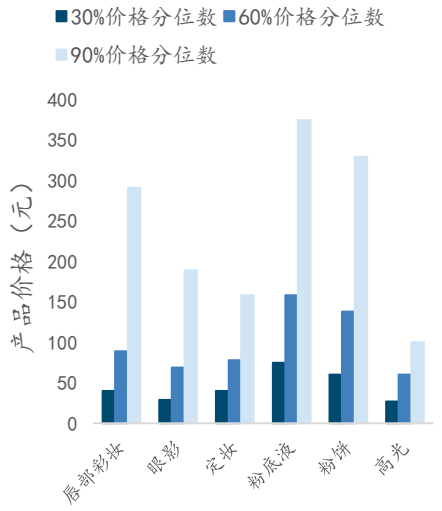
资料来源：青眼情报，国金证券研究所　　资料来源：久谦，国金证券研究所　　资料来源：久谦，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

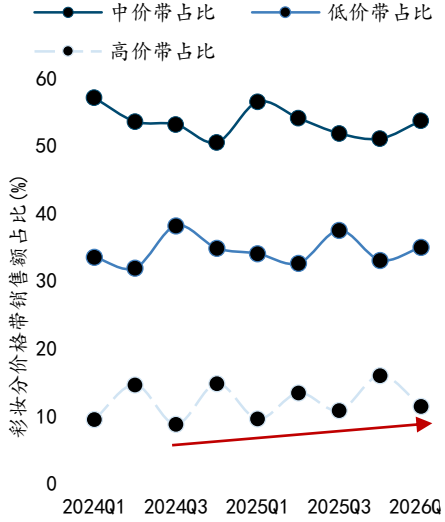
2.1、彩妆外资垄断头部，差异化国货重点突围

- 彩妆赛道价格带较为集中，且功效性较护肤更为突出，因此品牌叙事带来的溢价能力相对有限，不像高端护肤那样高度依赖品牌心智，从而避免了被外资全面挤压的局面，唇部彩妆、眼影、定妆、高光等品类60%的价格分位数在100元左右，粉底液90%价格分位数则仅为370元，远低于800元+的高端护肤价格带。同时，彩妆更加注重品牌特色与定位，认可品牌文化的用户粘性较高，因此具备差异化特色的品牌如毛戈平、花知晓，能够跨越价格带，拥有高客户粘性和市场潜力。
- 从竞争格局看，彩妆呈现外资垄断头部、国货重点突围的态势。5月天猫彩妆香水及美妆工具品类占整体市场的22.31%，榜单中圣罗兰位居榜首，国货品牌毛戈平以1.99亿元销售额位列第二，是唯一进入前五的本土品牌，花知晓GMV0.88亿元排名第8；抖音外资品牌反攻势头更猛，蒂洛薇以2.57亿元蝉联榜首，但国货仍占据多数席位。

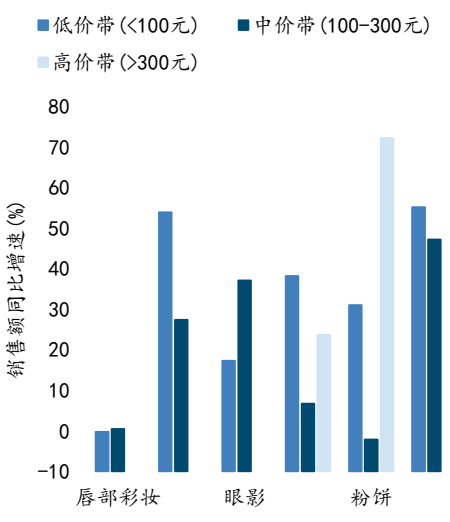
图表：彩妆价格带分布较为集中



图表：彩妆高价格带销售占比整体上移



图表：26Q1彩妆细分品类GMV同比增速



图表：抖音、天猫5月彩妆榜单

5月淘天彩妆/香水榜单				5月抖音彩妆/香水榜单			
排名	品牌名	退后销售额（万元）	排名变化	排名	品牌名	GMV(亿元)	排名变化
1	圣罗兰	23901.4	-	1	蒂洛薇	2.57	-
2	毛戈平	19851.5	▲1	2	圣罗兰	2.14	▲ 9
3	肌肤之钥	16567.4	▲6	3	毛戈平	1.89	▲ 2
4	娜斯	15320.4	▲1	4	柏瑞美	1.69	▼ 2
5	香奈儿	11871.4	▼3	5	卡姿兰	1.6	▲ 1
6	雅诗兰黛	9788.1	▲2	6	BABI	1.23	▼ 3
7	迪奥	8852.5	▼3	7	花西子	1.05	▲ 6
8	花知晓（美妆）	8784.2	▼2	8	魅可	1.03	▲ 31
9	彩棠	7587.7	▲2	9	修可芙	1.02	-
10	三熹玉	7097.9	-	10	花知晓	1.01	▲ 3
11	魅可	6824.5	▲4	11	肌肤之钥	1.01	▲ 58
12	卡姿兰	6599.4	▼5	12	阿玛尼	0.94	▲ 15
13	兰蔻	6365.5	▼1	13	花间颂	0.93	▼ 5
14	阿玛尼	5963.2	▲3	14	DPDP	0.92	▼ 4
15	TOM FORD	5912	▼2	15	娜斯	0.89	▲ 28
16	玫珂菲	5093.1	▲23	16	雅诗兰黛	0.84	▲ 6
17	植村秀	4932.2	▲5	17	纪梵希	0.82	▲ 109
18	尔木萄	4652.1	▼4	18	兰蔻	0.7	▲ 17
19	花西子	4617.4	-	19	CT	0.68	▲ 123
20	橘朵	4516	▼4	20	3CE	0.67	▼ 4

资料来源：公司年报，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.1、增长抓手迁移：从流量运营到大单品，再到外延并购

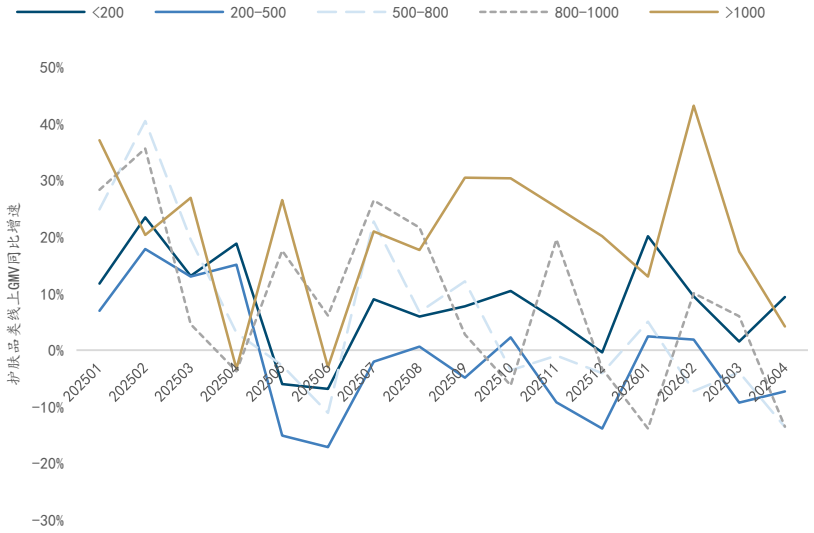
- 淘天与抖音在美妆渠道的分工持续分化：淘天适合高端外资及高客单价品牌兑现销售，抖音则更适合具备强内容与运营能力的国货获取增量。2026年5月，淘天美妆全品类同比小幅下滑1.9%，存量竞争加剧；而抖音高端外资领跑，表明平台流量逻辑已从低价转向以高客单价品牌为代表的内容质量驱动，为优质国货升级和价格上探提供支撑。抖音平台中国货与外资增长驱动各异，分别对应渠道与产品层面的增长抓手：

✓ 达播流量层级互补。赫莲娜、雅诗兰黛等高端品牌达人推广占比超40%，并通过超头与肩腰部达人组合形成流量互补，达播是外资首要增长渠道；同时加码自播，外资已从适应规则转向主动运用流量，国货的流量运营先发优势正逐步消减。

图表：抖音、天猫5月护肤榜单，高端外资抖音反弹

5月抖音美护榜单				5月淘天美护榜单			
排名	品牌名	GMV(亿元)	均价	排名	品牌名	退后销售额(亿元)	排名变化
1	赫莲娜	6.23	1000-1200	1	珀莱雅	6.15	▲1
2	珀莱雅	5.39	200-300	2	修丽可	4.8	▲6
3	海蓝之谜	5.01	1600-1800	3	兰蔻	4.79	-
4	雅诗兰黛	4.65	1000-1200	4	SK-II	4.72	▲2
5	韩束	4.46	50-100	5	欧莱雅	4.44	▼4
6	自然堂	4.18	100-200	6	海蓝之谜	3.88	▲1
7	谷雨	3.45	100-200	7	雅诗兰黛	3.69	▼2
8	欧莱雅	3.36	100-200	8	娇韵诗	3.57	▲2
9	兰蔻	3.34	400-500	9	薇诺娜	2.7	▼5
10	SK-II	3.06	1200-1400	10	理肤泉	2.53	▲1
11	百雀羚	2.85	200-300	11	赫莲娜	2.3	▲2
12	林清轩	2.21	100-200	12	玉兰油	2.19	▼3
13	科兰黎	2.19	1000-1200	13	资生堂	1.98	▲1
14	娇韵诗	2.06	800-900	14	可复美	1.92	▲2
15	可复美	2.01	200-300	15	FAN BEAUTY DIARY	1.71	▲21
16	修丽可	1.99	800-900	16	科颜氏	1.69	▼1
17	薇诺娜	1.95	100-200	17	自然堂	1.68	-
18	蜜丝婷	1.86	50-100	18	肌肤之钥	1.68	▲10
19	HBN	1.86	200-300	19	馥蕾诗	1.56	▲21
20	后	1.83	400-500	20	丝塔芙	1.34	▼2

图表：26年护肤延续K型分化趋势



资料来源：青眼情报，国金证券研究所

资料来源：久谦，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.1、增长抓手迁移：从流量运营到大单品，再到外延并购

- ✓ 大单品与推新仍是核心增长来源。 毛戈平新黑白羽翼气垫月销突破4000万元，CT限定粉饼新品5月GMV超500万元，品牌推新与单品迭代仍是抖音最直接的增量抓手。而进一步对比Evelom和EDB，Evelom主要依赖洁颜霜单品及洁面品类，其向洁颜、眼部系列拓展更适配抖音渠道；EDB则主要按品类划分系列，单品发力不足，依赖套装推动增长，更依托既有品牌心智在天猫持续转化。
- ✓ 高端品牌心智建立周期长，外延并购价值凸显。 水羊、逸仙已验证海外品牌本土化打法的可行性。本土运营商的核心能力并非简单将海外品牌引入中国，而是对原本存在产品结构失衡、渠道低效的品牌进行重塑，重新打造适配中国高端消费者的增长曲线。水羊之于伊菲丹、Revive，逸仙之于EVE LOM，背后逻辑一致：海外品牌具备品牌资产与优质产品，但缺乏中国市场的精细化运营能力。本土运营商通过对产品结构失调、渠道低效的海外品牌进行重塑，补足价格体系、核心单品、全渠道及内容运营等关键环节，驱动品牌价值释放。

图表：Evelom大单品模式下抖音贡献主要增量，伊菲丹则天猫为主要增量渠道

Evelom	抖音yoy	京东yoy	天猫yoy	总计yoy		品类	2025年占比	大单品	占比	26Q1 yoy	全品牌yoy
2025Q1	90%	30%	56%	66%	1	卸妆	84%	洁颜霜	70%	*41%*	
2025Q2	68%	-15%	14%	25%				洁颜油	7%	*228%*	
2025Q3	5%	11%	96%	30%	2	套装	6%				*69%*
2025Q4	38%	-41%	71%	56%	3	眼部精华	3%	琉金油	1%		
2026Q1	91%	104%	43%	69%	4	面膜	3%	急救面膜	4%	*-1%*	
伊菲丹	**抖音yoy**	**京东yoy**	**天猫yoy**	**总计yoy**		**品类**	**2025年占比**	**大单品**	**占比**	**26Q1 yoy**	**全品牌yoy**
2025Q1	-11%	182%	130%	7%	1	面膜	41%	超级面膜	55%	*-16%*	
2025Q2	28%	23%	19%	26%	2	套装	24%			*42%*	*13%*
2025Q3	-3%	25%	113%	19%	3	防晒霜	20%	防晒精华	15%	*-3%*	
2025Q4	-23%	93%	87%	1%							
2026Q1	-4%	33%	67%	13%							

资料来源：青眼情报，国金证券研究所　　资料来源：久谦，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.1.1、运动龙头研发+品牌心智壁垒显现—李宁

国金证券 SINOLINK SECURITIES

李宁坚定以产品科技为基础，在行业内塑造不可替代性。经过多年投入与积累，公司已构建了包含六大独有创新科技的阵容，包括碳核芯、最速曲线系统、超级弓、GCU、超韧、极限韧丝，涵盖中底、大底、鞋面、结构等四大维度的科技平台。25年公司专业跑鞋累计销售超2600万双，其中三大核心跑鞋IP超轻、赤兔、飞电总销量突破1100万双，稳步提升专业心智，SOFT系列依托Conformmax中底材质升级销售超350万双。

超韧胶囊赋能跑鞋矩阵，产品科技位列行业前列。2025年11月，李宁在上海世博展览馆发布超韧胶囊，搭载超韧胶囊的飞电6经过十万次连续冲击后，材料形变率仅为千分之六。同时超韧材料本身具备高回弹性，能量回归率达到89%，当超韧被超分子聚合物薄膜包裹成胶囊状后，超韧胶囊能量回归率可以达到95%（Nike ZoomX的回弹率为85%左右），进一步证明了李宁研发端的核心竞争力，目前超韧胶囊已应用在飞电、赤兔高端系列中。

图表：李宁飞电跑6搭载超韧胶囊产品



图表：李宁运动鞋运用多重科技



资料来源 李宁官网，天猫，户外跑步公众号，国金证券研究所

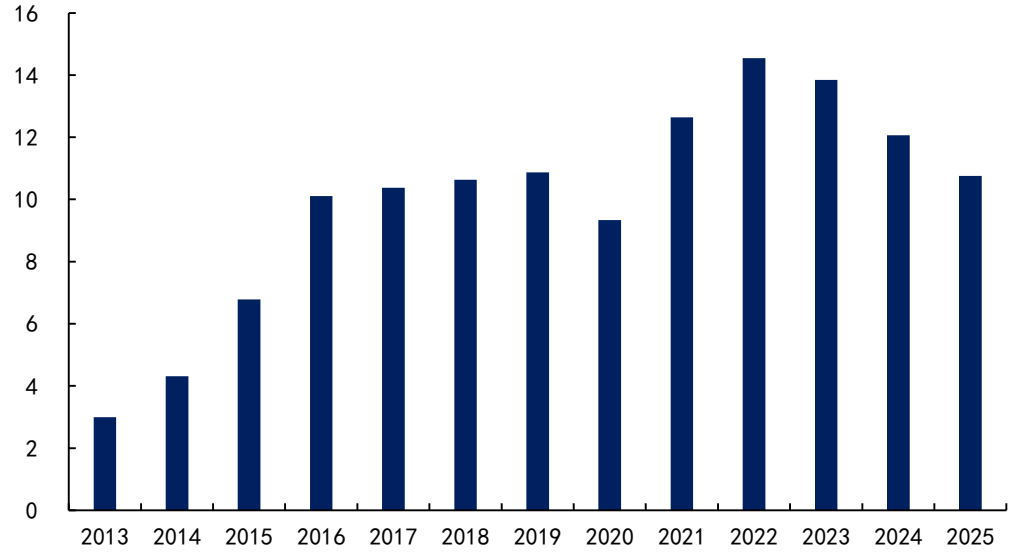
仅供内部参考，请勿外传

2.1.1、运动龙头研发+品牌心智壁垒显现—李宁

李宁于26年6月官宣与NBA超级球星，四届总冠军、两届常规赛最有价值球员、奥运金牌得主斯蒂芬·库里签下长期战略合作合约，也是继约基奇后第二个与NBA常规赛MVP/FMVP级超级巨星合作的品牌，我们认为这次签约有望产生长期且较为深远的影响。

首先短期对李宁篮球板块有望产生较强的提振。参考库里合作的上一个品牌UA，自2013年签约库里后鞋类收入从3亿美元增至2022年巅峰期的15亿美元。根据2025年NBA中国官方账号球员曝光量排行榜，杨瀚森、库里分别以6.8亿/2.1亿排名第一/第二，杨瀚森为中国球员天生在中国市场具备较高流量，库里作为后卫凭借较强观赏性的运球及三分球技巧的打法获得了大量粉丝。这两名球员目前都与李宁有合作。长期来看，库里可助力李宁显著降低海外市场教育成本。公司有望将自身拥有较强经营优势的篮球业务发展为品牌出海的流量入口，再以跑步与运动生活等品类承接复购流量，形成以库里的球星光环出圈--科技加持复购--拓展高尔夫等品类丰富品牌--最后以品牌精神固定粉丝群体的过程。

图表：UA 在2013年签约库里后篮球业务规模快速发展



图表：李宁签约当前国内第一和第二流量NBA球星

球员	中国曝光量	合作品牌
杨瀚森	6.8亿	李宁
库里	2.1亿	李宁
东契奇	1.7亿	乔丹
文班亚马	1.6亿	耐克
里弗斯	1.6亿	准者
詹姆斯	1.5亿	耐克
哈登	1.1亿	阿迪
杜兰特	0.8亿	耐克
SGA	0.6亿	匡威
约基奇	0.5亿	361度

资料来源：李宁官网，户外跑步公众号，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.1.2、高端品牌壁垒+产品扩容—比音勒芬

比音勒芬定位高端，受益高端消费复苏，品牌近年切入运动户外赛道，将产品线从传统高尔夫服饰延伸至更广泛的户外场景。

渠道端：产品线独立开店：此前已培育的 高尔夫系列自2022年起独立开店，户外系列于2025年开始尝试独立开店。

产品端：打造核心品类，坚守T恤/POLO核心品类，并通过与中国国家地理、故宫宫廷文化等IP联名提升文化属性。价格策略优化：针对年轻客群和电商平台，推出了更具"质价比"的产品线，以吸引新用户。

在产品、渠道调整优化带动下，公司经营呈现改善趋势，公司25年Q1-Q3营收增速为6.7%，Q4提速至10.8%，26Q1持续向上改善收入同比+18.4%，归母净利润同比+16.5%。公司主品牌比音勒芬经营持续改善，新收购的KENT＆CURWEN、CERRUTI 1881等品牌处于投入期。

图表：比音勒芬凉感polo衫



图表：天猫比音勒芬motion防晒夹克957元



图表：比音勒芬motion系列26年新开独立店



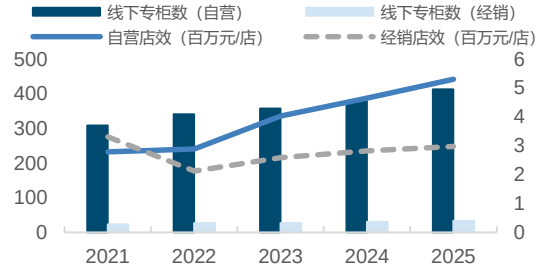
资料来源：天猫，ifind，国金证券研究所

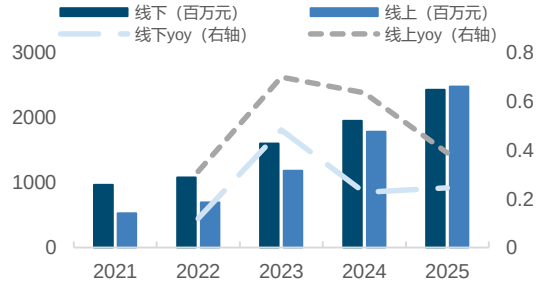
仅供内部参考，请勿外传

2.1.3、稀缺高端国货+全渠道增量—毛戈平

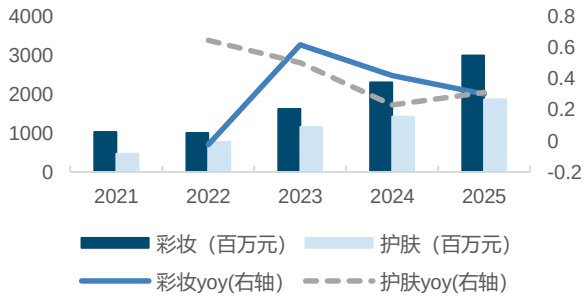
- **构建了以东方美学为核心的高端基因，通过审美、品味与调性的输出，建立极致东方之美的用户心智**，成功拓展护肤线、香水线，护肤品以珠圆玉润的皮肤审美理念承接东方特色，香水则延续文化IP策略，具备高市场认可度。护肤板块已成为核心增长引擎，2025年增速达31.1%，且毛利率更高87.3%，收入占比已升至37.1%。
- **依托线下渠道构建"光影技术-产品功效-妆效验证"的完整闭环，通过彩妆培训体系和专业服务体验强化高端定位。**截至2025年在全国120多个城市设立412个专柜，自营、经销店效均持续提升。截止2025年线下会员640万人，复购率达36.5%，线上会员数达1560万人，复购率达30.3%，整体复购率由2024年30.9%继续提升至33.3%。毛戈平在本次618大促表现亮眼，5月淘天、抖音彩妆榜单分别排名第2、第3且均有所上升，GMV分别达2亿、1.9亿元，领跑国货品牌。

图表：毛戈平自营店效快速提升，全渠道稳增长



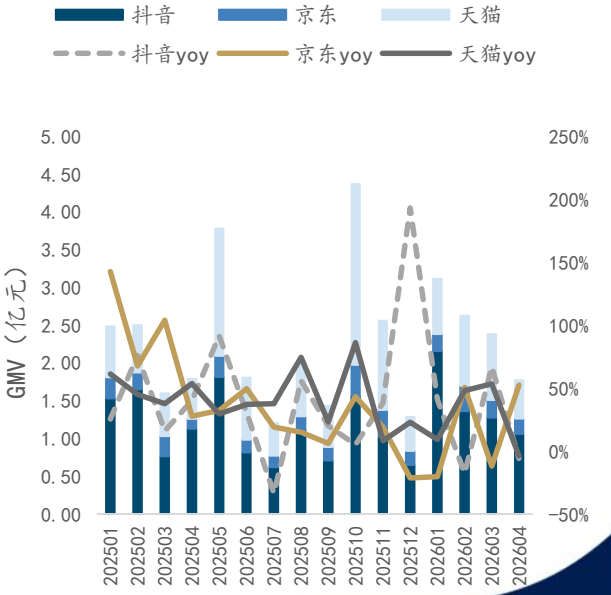


图表：护肤第二增长曲线，核心单品高增速



		月度GMV（万元）	占比	同比增速	累计GMV（万元）	累计占比
毛戈平彩妆类	2月	18731	71%	42%	41007	71%
	3月	15674	66%	37%	56682	70%
	4月	14136	80%	-3%	70932	72%
毛戈平护肤类	2月	7478	28%	-37%	16247	28%
	3月	8070	34%	78%	24316	30%
	4月	3545	20%	8%	27862	28%
毛戈平香水类	2月	57	0%		101	0%
	3月	13	0%		114	0%
	4月	543	3%		878	1%
毛戈平鱼子酱面膜	2月	2149	8%	-59%	4204	7%
	3月	1493	6%	69%	5697	7%
	4月	1780	10%	-5%	15061	15%
毛戈平无痕粉霜	2月	2489	9%	-42%	5435	9%
	3月	1786	8%	-39%	7222	9%
	4月	2071	12%	-62%	9293	9%
毛戈平小金扇粉饼	2月	1181	4%	129%	3707	6%
	3月	943	4%	16%	4650	6%
	4月	1322	7%	-32%	7019	7%
戈平养肤焕颜果	2月	3811	15%	127%	8599	15%
	3月	4682	20%	176%	13281	16%
	4月	543	3%	46%	5193	5%

图表：抖音渠道高爆发，占比逐步提升



资料来源：公司年报，国金证券研究所　资料来源：公司年报，久谦，国金证券研究所　资料来源：久谦，国金证券研究所

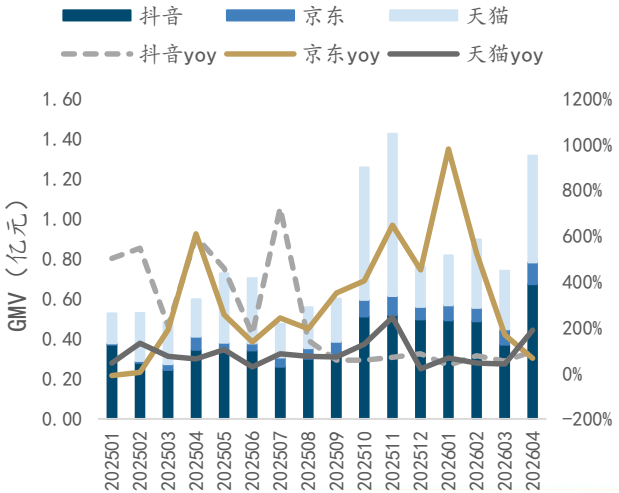
仅供内部参考，请勿外传

2.1.4、高端赛道聚焦+收购补齐护肤—若羽臣

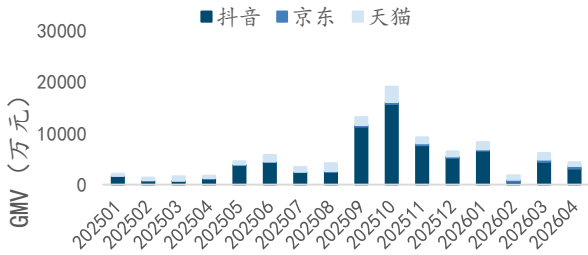
- 自有品牌精准卡位高端化消费趋势， 聚焦高毛利的高端细分市场。26Q1自有品牌收入同比高增100%+，绽家+斐萃收入占比超50%。①家清：绽家以香氛为切入点，在由大众品牌主导的家清市场中开辟了高端蓝海，其线上均价超百元，远高于主流品牌，错位竞争优势明显，目前规模超10亿，放量路径清晰。26Q1绽家GMV达3.5亿，增长近4成，复购率维持在35%左右的行业领先水平。四月份官宣成毅为代言人推广新品香水油洗衣凝珠，代言首日销售额达四千多万，预计全年利润率小幅增长；②斐萃主打麦角硫因、AKK 菌等超级成分，定位科学抗衰，满足了消费者对高功效、高价值产品的需求，从而支撑其高客单价和高毛利，25 年斐萃毛利率达 86.96%。26Q1斐萃GMV 2.8亿，复购率25%左右，在天猫、抖音都保持高排名，全年利润率有望达5%。纽益倍则定位大众性价比市场，完善保健品板块不同价格带覆盖。

- 收购奥伦纳素补齐高端护肤板块，强运营能力再赋能。此前奥伦纳素业绩下滑主要为控制权和经营权分离导致的经营低效，而非品牌认知或核心产品失效。收购后将优化组织架构和供应链，收回天猫代运营、通过自有抖音运营经验赋能，自营解决渠道失控导致的破价问题；而且保留核心产品研发设计团队，再通过大单品和推新重塑高奢认知。相对洗衣液、保健品，高端护肤品赛道的天地更广阔，单一品牌的空间更大，且奥伦纳素拥有优秀的品牌资产和壁垒，叠加高端护肤本身就更长的生命周期，公司自有品牌将持续享受高增长和高毛利红利。

图表：绽家2026年线上高增速维持



图表：斐萃3月迅速恢复，高端AKK占比逐月提升



		月度GMV（万元）	占比	环比增速	累计GMV（万元）	累计占比
斐萃 AKK高端款	2月	130	7%		188	2%
	3月	242	4%	86%	430	3%
	4月	678	16%	180%	1,108	5%
纽益倍 AKK性价比款	2月	1,400	75%		1,645	44%
	3月	1,268	58%	-9%	2,913	50%
	4月	598	41%	-53%	3,510	48%

图表：奥伦纳素新大单品快速增长

	品类	2025年占比	大单品	占比	26Q1 yoy	vs全品牌
1	面膜	59%	冰白面膜	51%	10%	
			晚安冻膜（含PDRN）	12%	135%	
2	眼膜	10%	六胜肽眼膜&精华油	10%	482%	32%
			3D眼膜（青春明眸眼膜）	6%	-52%	
3	面霜	9%	方罐油霜	6%	-1%	
			豆腐霜	2%	-55%	

资料来源：久谦，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.1.5、高毛利AKK业务+差异化供给优势—倍加洁

- **控股子公司善恩康的 AKK 益生菌业务进入爆发期，带动公司盈利水平快速提升。**AKK正被若羽臣、WonderLab 等下游头部保健品品牌作为核心卖点大力推广，善恩康在国内 AKK 菌原料卡位领先，具备先发优势和技术壁垒，获全球首个活菌/灭活菌双 GRAS 认证、中国首个AKK菌株NDI认证。AKK全系列产品的整体毛利率水平达80%-90%，远高于善恩康平均盈利水平（2024年毛利率37.7%），其快速放量将显著优化善恩康的利润结构。AKK菌销售收入占比从2025年的12%-13%提升至2026年一季度的34%，一季度仅AKK菌销售额达1670多万元。菌粉基本每个月都有产能缺口，2025年底善恩康原菌粉产能为40吨，2025年全年益生菌产出小于销量，因此2025年下半年已启动扩产计划，2026年6月底-7月初原菌粉产能将从40吨扩产至100吨。
- **差异化供给为善恩康核心优势，独家合作提升客户黏性。**公司依托500余株AKK菌的菌株库，为客户提供定制化菌株开发和转让服务，目前已向仙乐健康转让AKK-I菌株、向Swisse转让AKK-meta菌株，纽益倍、WonderLab则采用公司AKK-Pro菌株。同时对头部品牌让利，AKK价格体系保持稳定的同时强化差异化供给优势。

图表：AKK下游头部品牌使用菌株中善恩康渗透率领先

品牌	价格	认证情况			复配	效果数据
		原料商	保藏机构	专利		
纽益倍	239元/30颗（300亿TFU）	善恩康	CGMCC	国内16项	-	8周体重-0.89kg，体脂-1.06kg，腰围-3.06cm，腰臀比-2.22%
斐萃	1199元/60颗（1000亿TFU）	微康	CGMCC、DSMZ、ATCC	国内10项	-	12周数字管理-8.78kg，腰腹数据-11.71cm，堆积管理5.87kg，体内堆积率-7.18%
Innerhealth	448元/30颗（300亿单位）	原研菌	ATCC	全球8项	B420	90天体重-2.27kg，脂肪量-1.37kg，腰围-1.56cm，臀围-2.63cm
Wonderlab（仙乐代工）	699元/30颗（300亿单位）	善恩康独家转让		全球30+项	BB18	90天血糖总胆固醇-9%，甘油三酯-16%，低密度蛋白-8%，血糖-7%，胰岛素血-34%，胰岛素抵抗-33%，肝功能ALT-19%，AST-19%，γ-GT-24%。LDH-12%

图表：高毛利AKK带动公司盈利水平快速提升

分类	收入（亿元）	收入占比	毛利（亿元）	毛利率
倍加洁	**15.23**	**100.00%**	**3.89**	**25.54%**
yoy/Δ	*18.37%*		*28.32%*	*1.98%*
口腔护理产品	10.37	68.09%	2.53	24.40%
yoy/Δ	*22.99%*	*2.56%*	*32.54%*	*1.76%*
湿巾类产品	3.79	24.89%	0.84	22.16%
yoy/Δ	*-2.27%*	*-5.25%*	*-7.98%*	*-1.38%*
益生菌产品	1.07	7.03%	0.52	48.73%
yoy/Δ	*92.24%*	*2.70%*	*147.81%*	*11.03%*

资料来源：抖音，国金证券研究所

资料来源：公司年报，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.1.6、产品创新驱动基本面拐点—巨子生物

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **新品超透棒+新医美业务驱动26年业绩反弹。**①可复美4月发布重磅新品超透棒，新品定位为继胶原棒后的下一个超级大单品，主打去黄提亮，与胶原棒的修护功能形成差异化 。新品上新初期销售表现亮眼，预期8个月内销售额不低于胶原棒第一年销售额，3-5年成长为10亿级单品；②医美业务开启第二增长曲线，打开长期天花板。 公司已获批两款重组胶原蛋白三类医疗器械，预计今年各有眼周填充和水光类产品开始出货销售。目前重组胶原蛋白注射产品依然具有稀缺性和高壁垒，高增长、高毛利的医美业务有望成为驱动公司业绩中长期增长的全新动力。

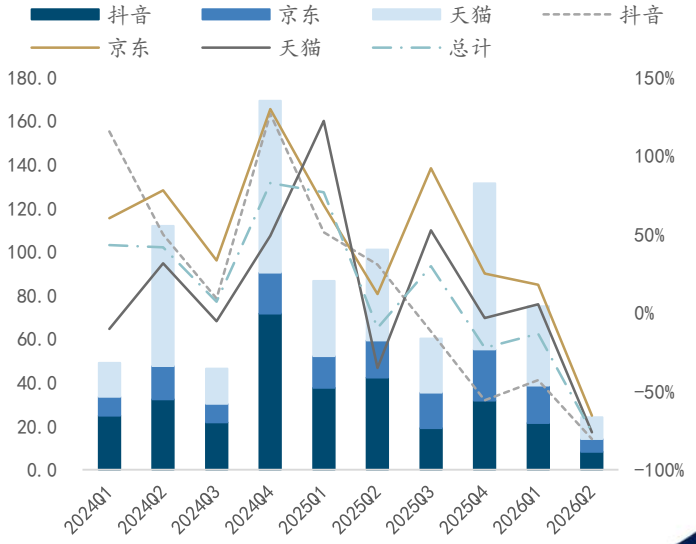
- **2025 年 5 月下旬开始受舆情影响，基数急剧降低，26Q2 进入舒适的同比窗口期。**舆情打断了可复美由胶原棒驱动的高增曲线， 25下半年可复美同比-22.0%；舆情大幅影响达播产，抖音渠道受损最重、且直接打击618及双十一；天猫迅速恢复，证明品牌力依然稳固；可丽金因主要为抗衰心智，受舆情影响较小，25全年同比增长9%，随着营销恢复正常2026年胶原棒预计将有所修复。

图表：舆情从25Q2开始打断了可复美由胶原棒驱动的高增曲线

可复美全品牌														
GMV(亿元)	抖音	京东	天猫	总计	yoy	抖音	京东	天猫	总计	胶原棒+焦点系列+敷料占比	抖音	京东	天猫	总计
2025Q1	3.8	1.5	3.4	8.7	2025Q1	51%	68%	122%	77%	2025Q1	83%	59%	74%	75%
2025Q2	4.2	1.7	4.2	10.1	2025Q2	31%	12%	-35%	-10%	2025Q2	91%	73%	76%	82%
2025Q3	1.9	1.6	2.5	6.0	2025Q3	-12%	92%	53%	30%	2025Q3	73%	60%	66%	66%
2025Q4	3.2	2.3	7.6	13.1	2025Q4	-56%	25%	-3%	-22%	2025Q4	85%	66%	92%	86%
2026Q1	2.1	1.7	3.6	7.5	2026Q1	-43%	18%	5%	-13%	2026Q1	70%	53%	72%	67%
胶原棒														
GMV(亿元)	抖音	京东	天猫	总计	yoy	抖音	京东	天猫	总计	占比	抖音	京东	天猫	总计
2025Q1	1.82	0.25	1.15	3.22	2025Q1	30%	67%	145%	59%	2025Q1	49%	17%	33%	37%
2025Q2	2.58	0.49	1.31	4.38	2025Q2	68%	57%	-66%	-24%	2025Q2	61%	29%	31%	43%
2025Q3	0.88	0.36	0.63	1.88	2025Q3	4%	195%	65%	38%	2025Q3	46%	22%	25%	31%
2025Q4	1.57	0.46	3.30	5.33	2025Q4	-71%	-17%	342%	-20%	2025Q4	50%	20%	43%	41%
2026Q1	0.82	0.28	1.31	2.41	2026Q1	-55%	15%	13%	-25%	2026Q1	38%	16%	36%	32%
焦点系列														
GMV(亿元)	抖音	京东	天猫	总计	yoy	抖音	京东	天猫	总计	占比	抖音	京东	天猫	总计
2025Q1	0.62	0.12	0.35	1.08	2025Q1					2025Q1	16%	8%	10%	12%
2025Q2	0.60	0.17	0.60	1.38	2025Q2	51%	629%	131%	102%	2025Q2	14%	10%	14%	14%
2025Q3	0.21	0.05	0.23	0.48	2025Q3	0%	44%	158%	46%	2025Q3	11%	3%	9%	8%
2025Q4	0.53	0.20	1.39	2.13	2025Q4	-16%	60%	45%	23%	2025Q4	17%	9%	18%	16%
2026Q1	0.29	0.10	0.39	0.78	2026Q1	-52%	-16%	12%	-28%	2026Q1	14%	6%	11%	10%
敷料														
GMV(亿元)	抖音	京东	天猫	总计	yoy	抖音	京东	天猫	总计	占比	抖音	京东	天猫	总计
2025Q1	0.07	0.45	0.72	1.24	2025Q1	89%	9%	65%	40%	2025Q1	2%	31%	21%	14%
2025Q2	0.09	0.42	0.70	1.21	2025Q2	17%	-37%	0%	-16%	2025Q2	2%	25%	17%	12%
2025Q3	0.10	0.51	0.56	1.17	2025Q3	76%	84%	39%	58%	2025Q3	5%	32%	23%	20%
2025Q4	0.07	0.69	1.00	1.77	2025Q4	2%	5%	16%	11%	2025Q4	2%	30%	13%	13%
2026Q1	0.10	0.44	0.57	1.11	2026Q1	32%	-2%	-20%	-11%	2026Q1	5%	26%	16%	15%

资料来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表：可复美天猫渠道恢复迅速，品牌力稳固



资料来源：久谦，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.1.7、多品牌矩阵驱动基本面拐点——上美股份

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **第二梯队品牌接力增长，成功拓展功效护肤、母婴、洗护等中高端细分赛道。**25年韩束继续拓展大众、中高端产品线和品类，一叶子营收有望企稳加速；一页依托韩束在抖音的流量运营经验，同时结合自身"医研共创"的定位，通过与母婴类达人合作、布局专业场景等举措快速打开中高端母婴市场；洗护线多垂类赛道，极方先布局天猫、抖音等线上渠道，2024年切入线下CS渠道，与百强门店合作专供产品。

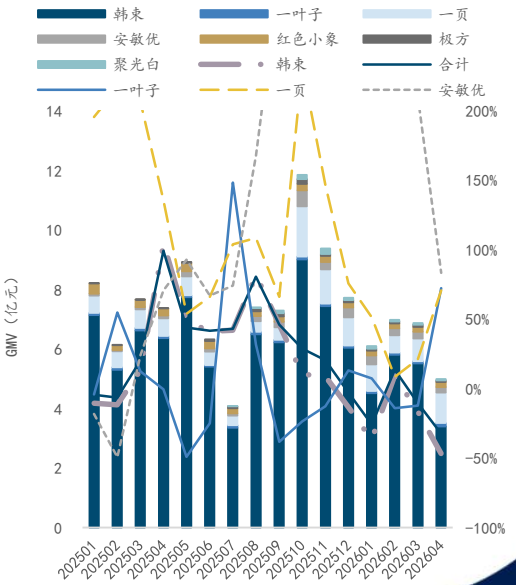
- **新品牌蓄势待发，复用韩束"产品+渠道"扩张经验的同时，打法结合品牌定位、客群定位进行灵活调整。**公司以韩束为核心已孵化出成熟、可复用的运营打法，大众品牌高举高打，中高端品牌强调专业背书。安敏优2025年收入1.98亿元，初步止损，2026年目标收入4-5亿元，2027年进入高速增长期，核心心智为青蒿油、控油补水、中高端功效型护肤品。 待推出品牌包括：①崔玉涛品牌：2026年推出，涵盖婴童线、青少年线、女生特殊敏感时期护肤品三条线，与一页形成差异化（一页偏向护肤品，崔玉涛品牌侧重中端价格洗护）；②HelloKitty品牌：2026年下半年推出，分彩妆、护肤、香氛、身体等五条线，每条线作为独立品牌运作，目标30-50亿规模。

图表：多品牌矩阵快速成长，韩束占比下降



图表：一页第二增长曲线确立，多品牌接力驱动增长

单位：亿元	2021	2022	2023	2024	2025
韩束	16.31	12.67	30.90	55.91	73.58
yoy	22.36%	-22.32%	143.88%	80.94%	31.60%
占比	45.1%	47.4%	73.7%	82.3%	80.17%
一页	-	-	1.53	3.76	8.80
yoy	-	-	498%	145.75%	134.04%
占比	-	-	3.6%	5.5%	9.59%
安敏优	-	-	-	1.22	1.98
yoy	-	-	-	-	62.80%
占比	-	-	-	-	2.16%
一叶子	8.31	5.30	3.57	2.29	
yoy	-17.48%	-36.22%	-32.64%	-35.85%	纳入其他品牌
占比	23.0%	19.8%	8.5%	3.4%	
其他品牌	2.86	2.23	2.16	2.21	4.43
yoy	3.62%	-22.03%	-3.14%	2.31%	100.45%
占比	7.8%	8.3%	5.2%	3.3%	4.83%



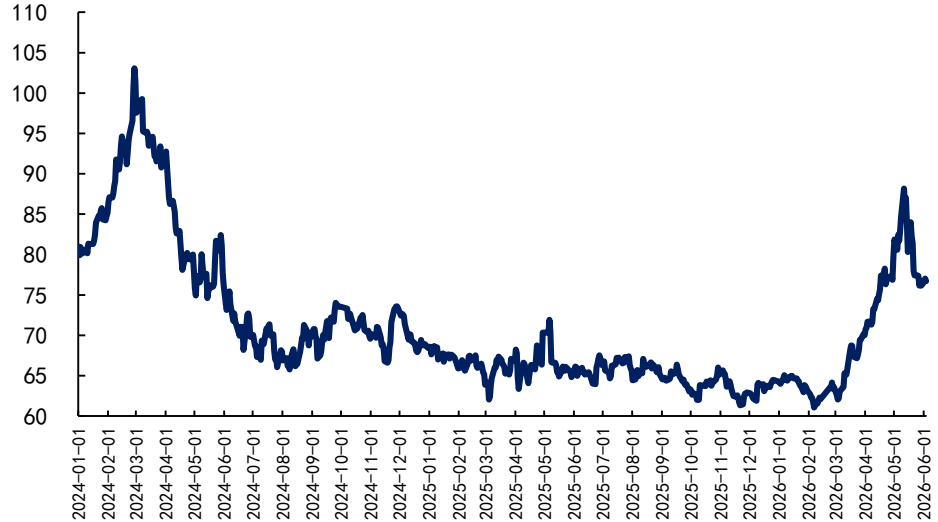
资料来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

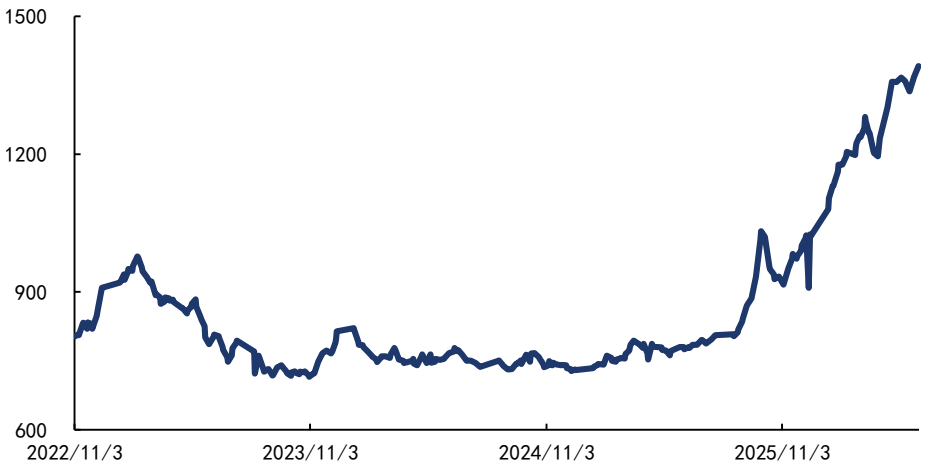
2.2、原材料涨价受益方向——重视羊毛、棉花产业链

- **上游原材料棉、羊毛涨价具有持续性，主要供给端收缩具有持续性，且需求端美国关税政策稳定后下游品牌出现补库现象，**后续供给端减少预计为价格支撑因素。
- **棉花：**内外棉价格都呈现上涨趋势，其中美棉上涨趋势更显著。主要由于1）美国大规模干旱持续。2）地缘冲突提升国际化肥等种植成本。截至6月3日，美棉期货价格为76.72美分/磅，较前期低点上涨23%以上。
- **羊毛：**澳毛价格呈现快速上涨趋势，由于澳毛品质较好，不可替代性强，因此澳洲产毛羊供给波动会造成毛价上行，当前澳洲产毛羊存栏量受饲养成本高、利润低等影响持续下降。截至6月2日澳毛价格达1393美分/公斤，本轮涨价周期已累计上涨80%以上。

图表：本轮美棉价格已上涨23%以上



图表：本轮羊毛价格已上涨80%以上



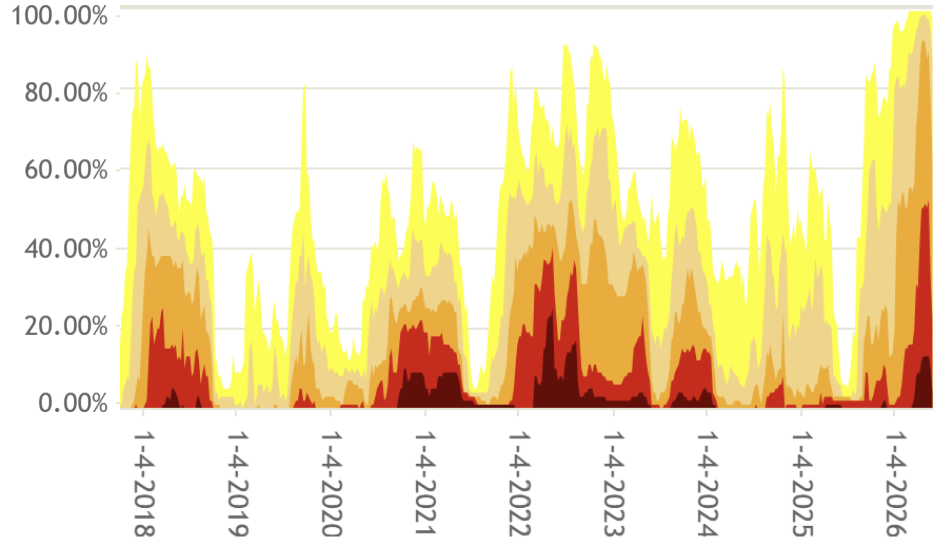
资料来源：ifind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

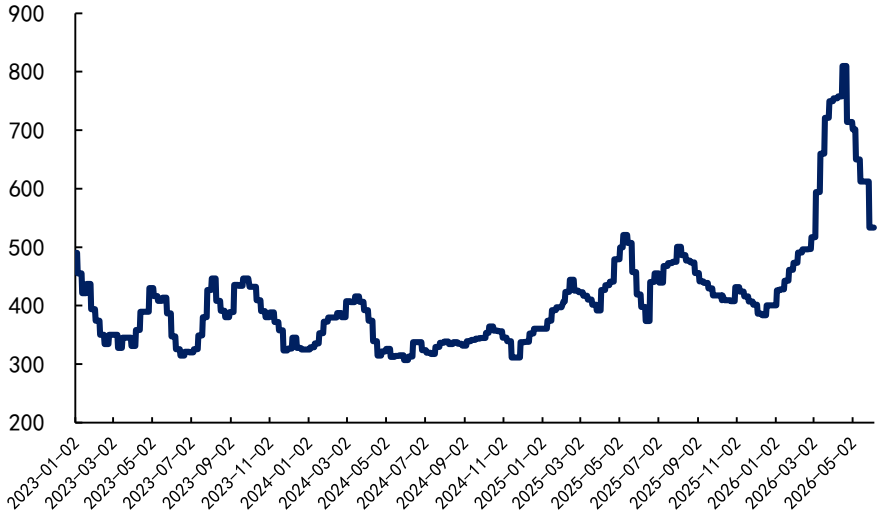
2.2、原材料涨价受益方向——美棉产业链

- **我们对美棉仍然保持温和看多的态度。**近期美棉期货价格有所波动，从本轮高点接近90美分/磅回调至77美分/磅，主要因为市场对于后续美联储加息以及厄尔尼诺对美国棉产区降雨的担忧，我们认为当前美国干旱包括国际氮肥高价仍然对棉花价格有较强支撑。
- **干旱：**美棉主要产区面临较为严重的干旱影响，截至6月2日，美国D0-D4(数字越大越严重)干旱面积分别为：97%/87%/66%/22%/4%，对比2025年6月3日D0-D4干旱面积为14%/6%/3%/2%/1%。
- **化肥：**地缘冲突提升原油价格以及对海运形成影响，截至26年6月4日，美国海岸大颗粒尿素到岸价534美元/吨，较前期高点有所回落，但仍较本轮行情起点提升40%以上，化肥价格提升将提升棉农种植成本，可能影响棉花种植意愿。

图表：26年美国主要棉产区面临较为严重的干旱



图表：美国大颗粒尿素到岸价较前期低点上涨近40%(单位：美元/吨)



资料来源：美国农业气候网，ifind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2、原材料涨价受益方向——美棉产业链

- **美棉26/27年处于供给收缩，需求扩张的趋势，预计对价格形成支撑。**
- 从供给端来看，USDA最新供需报告显示，美国26/27年度棉花播种面积同比有所增加，但受干旱、弃收率上调等因素影响，5月USDA报告预期美棉26/27年度产量下降4.3%，全球棉花供需紧平衡的格局并未发生根本改变，对棉价仍有底部支撑。
- 从需求端来看，全球棉花消费端虽受宏观经济波动影响有所承压，但下游纺织企业订单整体保持平稳，也在一定程度上限制了棉价的下行空间。USDA预测26/27年美棉出口量为268万吨，同比增长2.5%，仍保持温和增长趋势。结合美国白宫披露的我国在26-28年向美国采购170亿美元农产品计划来看，美棉出口量后续有望迎来支撑。
- 综合来看，棉花供给收缩，需求端稳健提升，我们对美棉仍然保持温和看多的态度。

图表：美棉26/27年处于供给收缩，需求扩张的趋势

	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	May 2026/27
Production						
China	5,813	6,695	5,955	6,967	7,795	7,294
India	5,291	5,726	5,530	5,225	5,182	5,225
Brazil	2,356	2,552	3,172	3,701	4,246	3,810
United States	3,815	3,150	2,627	3,137	3,026	2,896
Exports						
Brazil	1,682	1,449	2,680	2,835	3,201	3,266
United States	3,059	2,711	2,558	2,591	2,613	2,678
Australia	778	1,347	1,255	1,135	1,241	980
India	815	239	503	288	218	327

资料来源：USDA，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2、美棉产业链个股优选——百隆东方

- **营收逐季改善，百隆26年出货有望改善，业绩弹性有望释放。**公司出货呈现逐季度改善趋势，25Q2/25Q3/25Q4/26Q1营收增速分别为-14%/+2%/+14%/+15%。主要由于关税扰动结束、棉价上行背景下客户订单需求提升叠加公司市场份额增长。
- 美棉为公司主要原材料，截至26Q1末公司拥有存货38亿元，2025全年公司直接原材料成本41亿元，印证了公司储备了至少半年以上的原材料。而百隆在定价方面采取成本加成制，当前成本向下游传导较为顺畅，在棉价上行的过程中有望持续享有优势。26Q1公司毛利率为17.07%，同比增长2.21pct；25Q4公司毛利率为14.46%，同比增长8.12pct。26Q1公司实现归母净利润2.43亿元，同比增长近40%。
- 从产能来看，公司越南拥有130万纱锭产能，占比78%，国内拥有超36万锭产能。

图表：百隆历史营收拆分

项　目	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入（百万）	6314.56	7774.08	6989.06	6913.89	7941.49	7860.60
yoy	1.49%	23.11%	-10.10%	-1.08%	14.86%	-1.02%
营业成本	5461.63	5736.81	5110.82	6315.92	7131.50	6786.43
yoy	4.11%	5.04%	-10.91%	23.58%	12.91%	-4.84%
毛利率	13.51%	26.21%	26.87%	8.65%	10.20%	13.67%
色纺纱收入（百万元）	3593.30	4835.50	3631.38	3141.20	4056.03	3955.78
YOY	-15.24%	34.57%	-24.90%	-13.50%	29.12%	-2.47%
占比	56.91%	62.20%	51.96%	45.43%	51.07%	50.32%
坯纱收入（百万元）	2259.43	2571.19	2775.81	3315.46	3270.91	3473.37
YOY	45.64%	13.80%	7.96%	19.44%	-1.34%	6.19%
占比	35.78%	33.07%	39.72%	47.95%	41.19%	44.19%

资料来源：百隆公告，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2、美棉产业链个股优选——天虹国际集团

- **营收仍处调整期，26年出货有望改善，业绩弹性有望释放。**公司出货较为平稳，24-25年公司营收同比+1.34%/-1.36%。24-25年公司归母净利润连续两年大幅增长，主要由于毛利率持续改善驱动以及公司费用率持续优化。
- 美棉为公司主要原材料，25年末公司拥有产能426万锭，其中海外(主要位于越南)产能181万锭。截至25末公司在越南增加了美棉储备，美棉库存达4个月以上。在棉价上行的过程中有望持续享有优势。25公司毛利率为13.81%，同比增长1.38pct，原材料储备有望进一步促进26年毛利率提升，叠加公司化债降财务费用持续推进，公司净利率有望持续优化。

图表：天虹国际集团历史营收和业绩以及营收

项　目	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入（百万）	19576.94	26521.19	23805.35	22725.32	23029.03	22715.63
yoy	-11.03%	35.47%	-10.24%	-4.54%	1.34%	-1.36%
营业成本	16869.82	20669.22	21049.73	21262.70	20165.66	19577.96
yoy	-11.26%	22.52%	1.84%	1.01%	-5.16%	-2.91%
毛利率	13.83%	22.07%	11.58%	6.44%	12.43%	13.81%
财务费用率	1.12%	0.46%	1.96%	2.28%	1.68%	0.73%
归母净利润（百万）	517.07	2685.17	156.81	-375.70	553.54	913.01
yoy	-41.49%	419.31%	-94.61%	-339.59%	247.33%	64.94%
纱线收入（百万元）	15,202.24	20,399.83	17,587.45	17,537.02	17,908.95	18,109.38
YOY	-9.05%	34.19%	-13.79%	-0.29%	2.12%	1.12%
占比	77.65%	76.92%	73.88%	77.17%	77.77%	79.72%
胚布收入（百万元）	496.80	588.44	727.98	531.66	409.29	299.93
YOY	-30.08%	18.45%	23.71%	-26.97%	-23.02%	-26.72%
占比	2.54%	2.22%	3.06%	2.34%	1.78%	1.32%

资料来源：天虹国际集团公告，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2、原材料涨价受益方向——羊毛产业链

- **羊毛价格供给收缩仍为大趋势。**澳大利亚羊毛产量预测委员会（AWPFC）26年5月发布最新报告，针对2025/26产季剪羊毛产量的第四次预测，25/26产季产量为25.54原毛万吨。同比2024/25产季的下降8.8%，羊毛产量持续下降仍为大趋势。从具体数据来看，产毛羊数量下降5.9%至5930万只，单羊产量下降3.1%至4.31公斤/只；25年12月预测为羊毛产量下降12.7%，其中产毛羊数量下降10.3%，单羊产量下降2.7%，产羊毛数量提升主要由于牧民信心回升。
- AWPFC对26/27产季产量的首次预测为243.9百万公斤，该预测较2025/26产季第四次预测数据同比下降4.5%，原因在于预计2025/26年度母羊配种数量减少、羔羊产出率预期下降，以及老龄母羊的淘汰量增加。其中产毛羊数量下降5.4%至5610万只，单羊产量增长0.9%至4.35公斤/只；当前补栏成本提升叠加高羊肉价格是压制羊毛供给端的主要因素。我们认为供给收缩背景下羊毛价格上行趋势有较强支撑。

图表：羊毛供给收缩为大趋势

	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26	26/27
产毛羊数量（百万头）	76.9	73.4	74.3	76.8	72.5	68.6	66.9	71.6	71.5	71.6	63.0	59.3	56.1
yoy	-	-4.6%	1.2%	3.4%	-5.6%	-5.4%	-2.5%	7.0%	-0.1%	0.1%	-12.0%	-5.9%	-5.4%
单个羊产毛量（公斤/头）	4.5	4.43	4.58	4.45	4.13	4.13	4.4	4.52	4.59	4.44	4.45	4.31	4.35
yoy	-	-1.6%	3.4%	-2.8%	-7.2%	0.0%	6.5%	2.7%	1.5%	-3.3%	0.2%	-3.1%	0.9%
羊毛总产量（万吨）	34.6	32.5	34.0	34.2	29.9	28.3	29.4	32.4	32.8	31.8	28.0	25.6	24.4
yoy	-	-6.0%	4.7%	0.4%	-12.4%	-5.4%	3.9%	9.9%	1.4%	-3.1%	-11.8%	-8.8%	-4.6%
19微米澳毛价格（美元/千克）	1008.0	1113.0	1434.3	1664.2	1427.5	976.1	1227.6	1154.6	1019.3	926.6	1037.6	1439.9	-
yoy	-6.3%	10.4%	28.9%	16.0%	-14.2%	-31.6%	25.8%	-5.9%	-11.7%	-9.1%	12.0%	38.8%	-

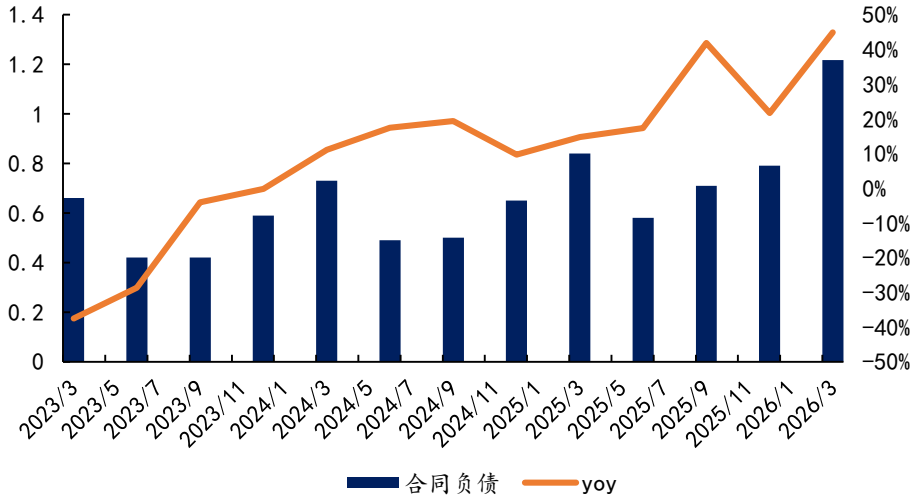
资料来源：AWPFC报告，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2、羊毛产业链个股优选——新澳股份

- **新澳股份订单情况良好，Q1业绩维持快速增长。**新澳股份2026Q1实现营收12.85亿元，同比增长16.53%；归母净利润1.21亿元，同比增加18.62%；毛利率20.04%，基本维持稳健。公司维持较为稳健的接单，26Q1公司账面合同负债1.22亿元，同比增长44.9%，显示较强的订单需求。
- 公司26Q1末存货27.5亿元，公司2025年原材料成本33.6亿元，印证了公司储备了至少半年以上的原材料。我们认为羊毛与羊绒价格提升有利于公司业绩增长，主要订单需求稳健背景下公司成本加成制模式向下游传导价格较顺畅。
- 同时，公司产能稳健扩张，25年宁夏/越南一期产能已达产，越南二期产能在建中。我们预计2026年公司业绩有望展现高弹性。预计26-28年EPS为0.82/0.98/1.14元。

图表：新澳股份近期合同负债持续大幅增长（亿元）



图表：羊绒价格指数持续上行



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：新澳公告，ifind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3、高股息方向—重视经营稳健/分红具备持续性的优质龙头

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **当前宏观环境、市场处于波动状态下我们依旧强调高股息公司的配置价值：**核心关注可持续赚取现金、拥有较强分红意愿的龙头企业。从服装各大子版块公司的历史分红率以及5年CAGR来看，部分企业如海澜之家、波司登、家纺公司、江南布衣等均有良好的表现。
- ①其中海澜之家、波司登、江南布衣为各自细分市场龙头，拥有较强的品牌力及客户粘性，驱动业绩稳健增长，同时具备良好的现金流情况，资本开支需求相对较低，因此有较强的分红意愿。
- ②家纺板块由于线下消费环境存在波动，各大公司线下盈利水平存在压力，但各大家纺品牌积极布局线上渠道，把握线上渠道扩容带来的市占率提升的机会，未来有望通过线上渠道高增长实现业绩稳健提升，建议关注罗莱生活、富安娜、水星家纺。

图表：服装品牌几大子版块分红率及5年业绩复合增速情况

板块	公司	25分红率	板块	公司	25分红率	板块	公司	25分红率	板块	公司	25分红率
运动	安踏体育	45.85%	大众休闲	海澜之家	90.91%	家纺个护	罗莱生活	99.46%	中高端	江南布衣	74.55%
	李宁	50.60%		波司登	84.39%		富安娜	95.42%		比音勒芬	74.62%
	特步国际	50.77%		森马服饰	90.57%		水星家纺	63.62%		地素时尚	71.33%
	361度	46.28%		太平鸟	80.89%		稳健医疗	56.87%		报喜鸟	72.59%
板块	**公司**	**5年业绩CAGR**	**板块**	**公司**	**5年业绩CAGR**	**板块**	**公司**	**5年业绩CAGR**	**板块**	**公司**	**5年业绩CAGR**
运动	安踏体育	-2.10%	大众休闲	海澜之家	3.90%	家纺个护	罗莱生活	-2.33%	中高端	江南布衣	20.81%
	李宁	-0.60%		波司登	23.91%		富安娜	-8.22%		比音勒芬	2.00%
	特步国际	8.20%		森马服饰	2.10%		水星家纺	8.16%		地素时尚	-16.22%
	361度	17.00%		太平鸟	-24.60%		稳健医疗	-		报喜鸟	-1.40%

注：波司登、江南布衣为2025财年数据

资料来源：ifind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3.1、高股息方向—海澜之家

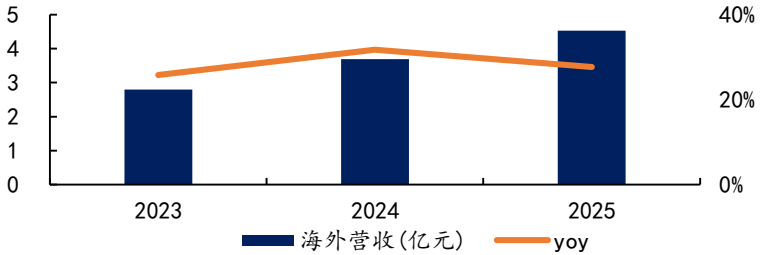
主业稳健，品牌出海+京东奥莱有望带来增量，近三年分红率90%以上，高分红+稳定业绩保障持续高股息率，25年股息率近7%。

- 2023年，公司和海新体育合资组建斯搏兹，公司出资1.6亿元持有斯搏兹40%股权，2024年以8800万元增持11%股权，合计持有51%股权。通过控股子公司斯搏兹，海澜之家独家授权代理阿迪达斯FCC系列产品在国内的零售业务。截至2025年拥有723家门店。
- 2024年起公司开拓城市奥莱业务，与传统郊区奥莱不同，城市奥莱选址更贴近核心城区，有效推动访客频次增长，成为城市中重要的零售模式。2025年，公司城市奥莱实现2.56亿元营收，截至25年底拥有门店60家，且为全直营模式，门店面积在3000平以上，具备较高壁垒。
- 海外方面公司积极拓展，2025实现营收4.53亿元，同比增长28%。2025年9月公司在悉尼开设首店，进军澳洲市场。

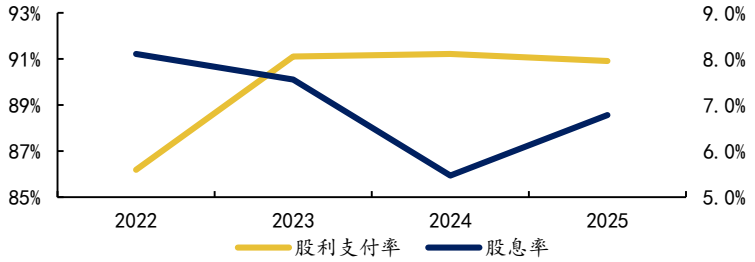
图表：京东奥莱具备较高渠道壁垒，未来有望成为公司重要成长点

	传统奥莱	TJX	海澜之家城市奥莱	荟品仓	唯品会
折扣模式	硬折扣	硬折扣	硬折扣	硬折扣	硬折扣
商业模式	品牌折扣直销店	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店	线上特卖会
渠道	线下为主	线下为主	线下为主	线下为主	线上
位置	城市近郊/远郊		城市购物中心	城市近郊	
平均面积（㎡）	10 万	2000	~3000	1.1 万	/
城市	一线城市为主，近年来出现城市化趋势	美国营收贡献 78%，加拿大、欧洲和澳洲贡献 22%	/	华东地区为主	/
进货模式	代销	买断	大部分为可退货模式	买断	代销
买手	/	1300	/	/	2000+
品类	服饰为主	服饰营收贡献 65%	服饰为主	服饰为主	服饰营收贡献 54%
品牌等级	拥有部分顶奢，知名品牌为主	拥有部分轻奢，大众品牌为主体	拥有部分轻奢，大众品牌为主体	大众品牌为主	大众品牌为主
品牌数量	110	2.1 万	~60	3000	3 万+
折扣	7 折左右	20%-60%	探索期，仍在快速迭代	1-3 折	30%-90%

图表：海澜之家持续推进品牌出海



图表：公司分红率/股息率较高



资料来源：《商业价值新支点：让奥特莱斯赢在中国》，上海本地宝，海澜公告，国金证券研究所

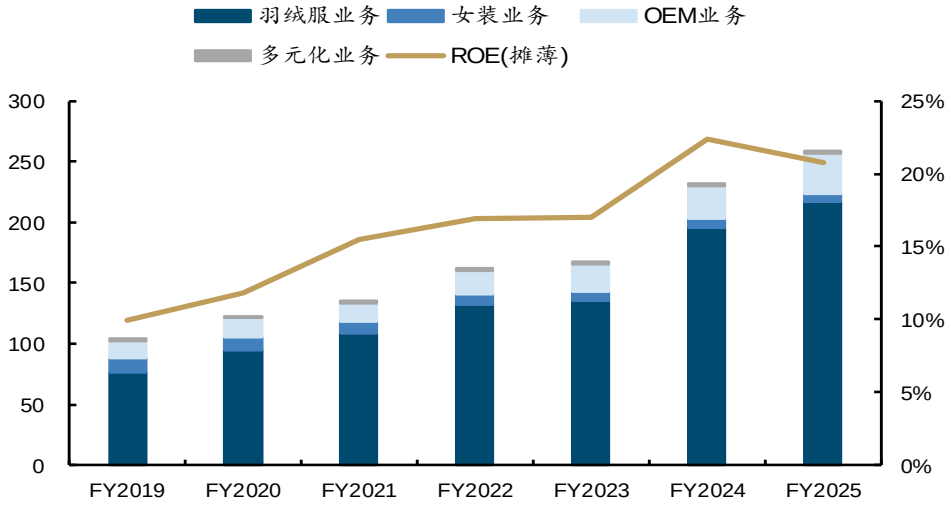
仅供内部参考，请勿外传

2.3.2、高股息方向—波司登

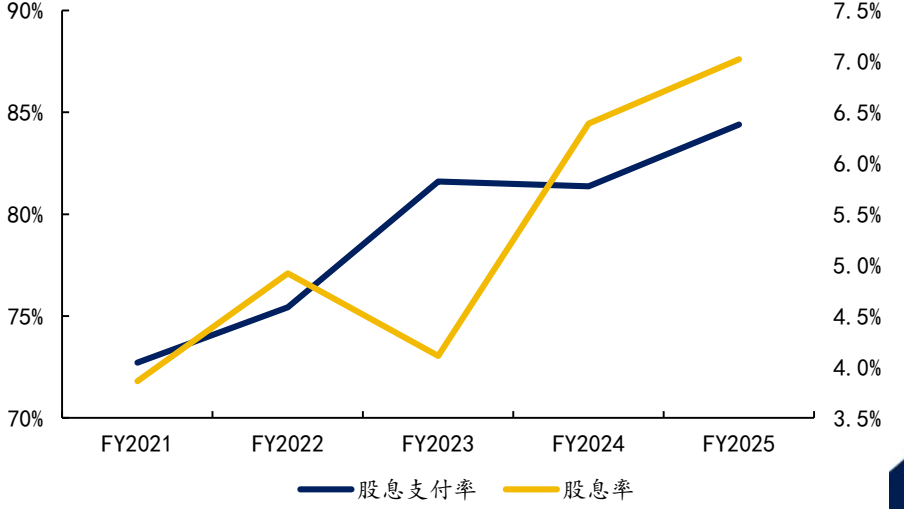
主业羽绒服稳健，户外板块+雪中飞等多品牌矩阵有望贡献增量，高分红+稳定业绩保障持续高股息率，FY25年股息率超7%。

- 主品牌波司登在传统羽绒服品类之外积极开拓增量，目前冲锋衣羽绒服、泡芙、极寒、防晒衣等品类快速发展。FY26公司与知名设计师Kim Jones合作推出Areal系列，并且新开VERTEX户外门店，进一步升级品牌形象，建立消费者心智。截至2025年9月30日，公司在京东及天猫平台粉丝数量合计约2140万人，抖音平台共计粉丝约1100万人。
- 雪中飞持续聚焦性价比羽绒服市场，强化品牌差异化定位，发力线上业务。FY25年雪中飞品牌营收22亿元，同比增长9.2%。
- OEM业务通过聚焦核心客户，以及提升快速响应能力获取更多订单，并且通过产品及原材料以及主动开发争取更多订单机会以及增强客户粘性，FY25年OEM业务营收33.7亿元，同比增长26.4%。

图表：公司多元业务稳健增长，ROE趋势向上



图表：公司维持高股息高分红



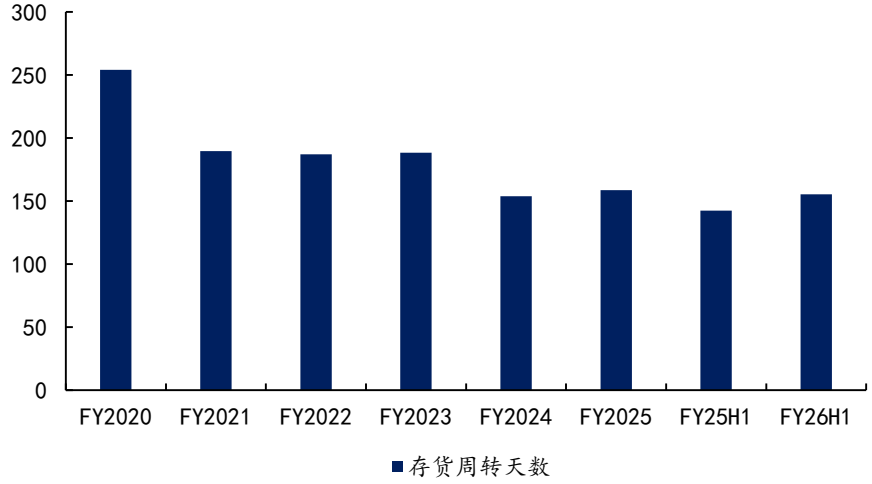
资料来源：ifind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

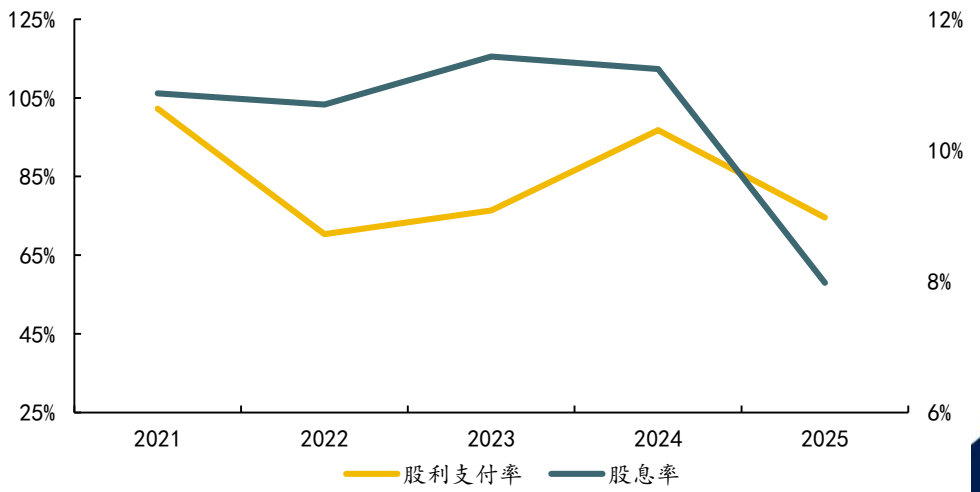
2.3.3、高股息方向—江南布衣

- **主业稳健，持续推进数智化零售转型，运营效率持续优化，用户强粘性带动业绩强稳定性，保障近五年8%-11%高股息率持续。**
- **江南布衣持续推进消费者心智建设。**江南布衣FY25营收/净利润同比增长6%/5%至55.5/8.9亿元。FY26H1营收/净利润同比增长7%/12%至33.8/6.7亿元。公司以会员为基础，不断升级包括"不止盒子"、"微商城"以及"江南布衣+"多品牌集合店等新兴消费场景或产品，持续升级店铺形象。2025年公司活跃会员达59万个，同比2024年54万个有明显提升，其中年度购买总额超过5000元的会员账户数超34万个，对比2024年有所提升，贡献了线下渠道零售总额的60%，体现较强的会员粘性。
- **数智化零售亦为公司近年重点。**1）通过微信会员体系，公司摆脱了对电商平台流量的依赖，小程序线上份额大幅提升。同时借助"消费数据+行为数据+社交数据"的融合分析，集团构建了一个三维度的用户价值模型，提升高净值客群消费。2）公司搭建标准化的运营工具库，包括智能搭配算法和营销日历等，以提升整体运营效率。而各门店则根据本地客群特征，灵活策划如"设计师见面会"和"会员手作工坊"等活动，吸引会员积极参与。3）公司借助IoT设备，如智能试衣镜和RFID衣架，收集了丰富的线下数据。通过数据分析，公司能够提高搭配推荐精准度和显著降低退货率。

图表：精细化运营下存货周转天数近年展现下降趋势



图表：江南布衣近五年股息率维持8-11%



资料来源：ifind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3.4、高股息方向—家纺

- **家纺行业线下格局较为稳健，近年受益于亚朵大单品战略带动消费者教育，各大公司纷纷推出线上大单品，成为业绩增长的核心驱动。**
- 从久谦线上数据来看，各大品牌线上渠道增速有明显分化，差异化产品/运营的品牌表现显著优于行业平均水平，而部分传统家纺品牌由于缺乏产品/渠道差异化出现失速现象，目前线下经营较好的品牌主要有三大类：
- ①大单品战略成功推进的品牌（亚朵星球、水星家纺、罗莱生活）。
- ②进行IP联名，迎合年轻消费者审美（野兽派）。
- ③追求极致舒适睡眠（高支高密全棉床品的铭都）

图表：久谦线上各大品牌增速

	2501	2502	2503	2504	2505	2506	2507	2508	2509	2510	2511	2512	2601	2602	2603	2604
亚朵	54.4%	112.3%	54.6%	87.5%	110.2%	36.6%	91.4%	71.8%	60.0%	65.9%	41.4%	32.5%	52.0%	24.5%	36.0%	71.0%
水星	15.3%	33.7%	26.3%	40.8%	70.1%	29.3%	22.9%	34.1%	-10.2%	28.4%	-13.1%	-31.3%	-11.6%	-6.7%	-37.0%	-4.2%
罗莱	41.5%	91.5%	27.2%	66.6%	20.8%	23.7%	61.4%	51.4%	54.7%	33.2%	16.0%	-4.7%	20.6%	16.7%	-32.0%	-18.6%
富安娜	0.1%	-33.6%	40.7%	8.4%	43.7%	-21.3%	31.7%	-19.6%	-14.3%	-10.9%	-42.8%	-41.3%	-11.5%	42.3%	-5.6%	18.7%
南极人	-26.5%	-26.5%	-25.8%	-28.2%	0.5%	-44.5%	-9.2%	-23.5%	-32.3%	-38.2%	-54.8%	-63.3%	-37.6%	-39.7%	-55.0%	-41.0%
野兽派	69.0%	13.1%	47.2%	53.8%	86.6%	81.8%	132.7%	154.8%	128.0%	239.3%	89.9%	60.0%	27.0%	151.0%	75.0%	66.0%
博洋	1.8%	-20.5%	11.3%	16.1%	15.2%	-23.6%	13.5%	-17.1%	-6.9%	67.5%	-36.6%	-57.2%	-42.0%	-28.2%	-55.0%	-60.0%
猫人	2.6%	24.1%	0.5%	-6.0%	-2.1%	-19.7%	25.8%	-2.3%	0.5%	25.3%	2.7%	-19.9%	-36.0%	9.1%	-49.0%	-17.0%
三利	8.8%	22.7%	30.1%	29.3%	32.9%	-12.1%	1.1%	12.6%	7.8%	94.1%	13.8%	-10.0%	12.0%	6.3%	19.0%	19.0%
铭都	-7.8%	45.2%	43.1%	138.9%	67.6%	73.0%	137.0%	52.9%	56.7%	82.7%	17.0%	23.4%	54.0%	101.2%	65.0%	-8.1%
觉西施	255.1%	250.0%	-45.3%	46.1%	-77.6%	-81.2%	-87.0%	-53.4%	-67.5%	-54.7%	-67.9%	-89.1%	-35.0%	-63.3%	-44.0%	-64.0%
浪莎	-15.1%	45.7%	-17.3%	-12.1%	31.8%	-10.4%	-17.0%	-6.0%	-14.8%	3.3%	-11.4%	-8.2%	82.0%	3.7%	3.1%	-0.9%
水漾	-7.8%	42.4%	12.2%	4.9%	13.2%	33.7%	64.8%	23.0%	0.3%	179.3%	7.5%	25.2%	75.0%	56.7%	52.0%	57.0%
行业	**22.80%**	**34.90%**	**12.13%**	**16.70%**	**21.84%**	**-1.64%**	**17.66%**	**6.90%**	**-0.49%**	**18.19%**	**-11.50%**	**-19.55%**	**1.17%**	**-13.47%**	**-25.00%**	**-16.00%**

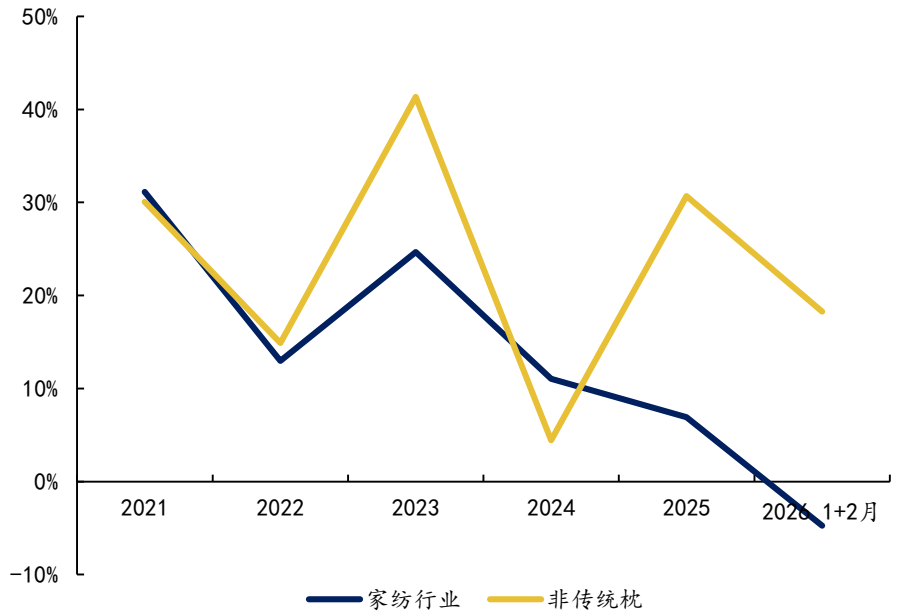
资料来源：久谦，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

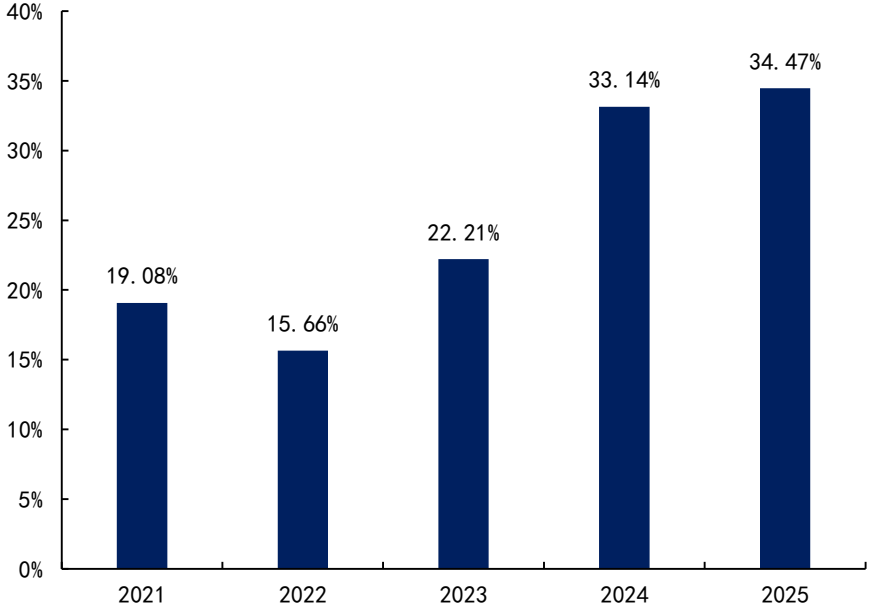
2.3.4、高股息方向—家纺

- **大单品战略本质上是推动客群扩容：即行业渗透率饱和后各大品牌依靠贴合年轻客群审美爱好通过创新卖点创造需求。**其中枕头/床笠/被子等由于单价适中且为使用频率较高的贴身品类，可赋予的卖点较多，人均保有量增加驱动行业扩容。根据久谦数据，非传统枕头(即各大家纺品牌推出的大单品记忆棉枕头)25年GMV达64亿元，5年CAGR为24%，显著高于行业平均增速，且大单品营销传播速度远高于线下渠道，25年记忆枕CR5达34%，远高于线下的集中度水平，有利于品牌建立心智。

图表：非传统枕增速显著高于家纺全行业



图表：非传统枕CR5近年呈现提升趋势



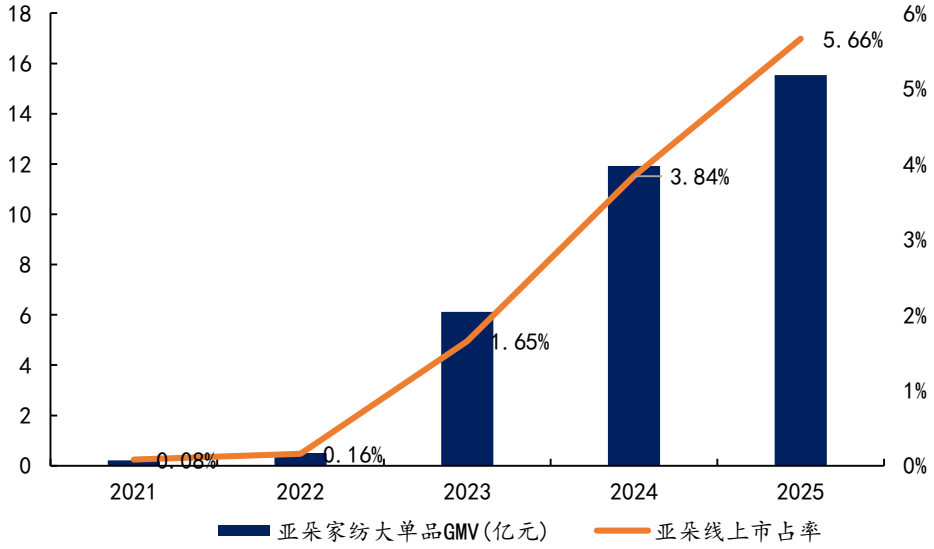
资料来源：久谦，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3.4、高股息方向—家纺

- **大单品有利于线上规模效应释放，主要由于大单品营销投放有助于线上其他产品连带率提升。**2025年罗莱生活/水星家纺线上增速分别为26%/15%，远超线下渠道，25Q3-26Q1罗莱生活、水星家纺利润率有明显改善，我们预计线上渠道为未来家纺企业核心增长驱动。
- 从亚朵的成功经验看，在2023年大力推广大单品后大单品快速放量，推动整体线上市占率从2022年0.16%大幅提升至2025年5.67%。
- 各大家纺品牌纷纷推进大单品战略，水星家纺、罗莱生活25Q3以及26Q1净利润增幅明显高于营收，反映出大单品战略促进线上销售连带率，规模效应持续释放。我们预计家纺品牌利润率有望稳健提升。
- 富安娜2025年处于去库存状态，自2025年开始重视线上渠道的发展，加大了小红书、抖音等渠道的投流力度，并在26年提出了新的大单品种类，26Q1营收/净利润增长14%/15%，经营拐点确认。

图表：亚朵线上大单品驱动线上市占率提升



图表：大单品战略下罗莱生活、水星家纺利润率近期改善

		25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
罗莱生活	营收	10.94	10.87	12.04	14.53	11.58
	yoy	0.57%	6.83%	9.90%	7.01%	5.87%
	归母净利润	1.13	0.72	1.55	1.80	1.48
	yoy	26.31%	4.88%	50.14%	4.94%	30.54%
水星家纺	营收	9.26	9.95	10.54	15.53	9.79
	yoy	1.20%	11.74%	20.19%	2.81%	5.74%
	归母净利润	0.9	0.51	0.91	1.75	1.05
	yoy	-3.79%	-2.65%	43.18%	11.24%	17.09%
富安娜	营收	5.36	5.55	5.35	9.58	6.13
	yoy	-17.80%	-15.32%	-7.58%	-14.75%	14.30%
	归母净利润	0.56	0.5	0.54	1.77	0.65
	yoy	-54.12%	-47.71%	-28.74%	-29.04%	15.10%

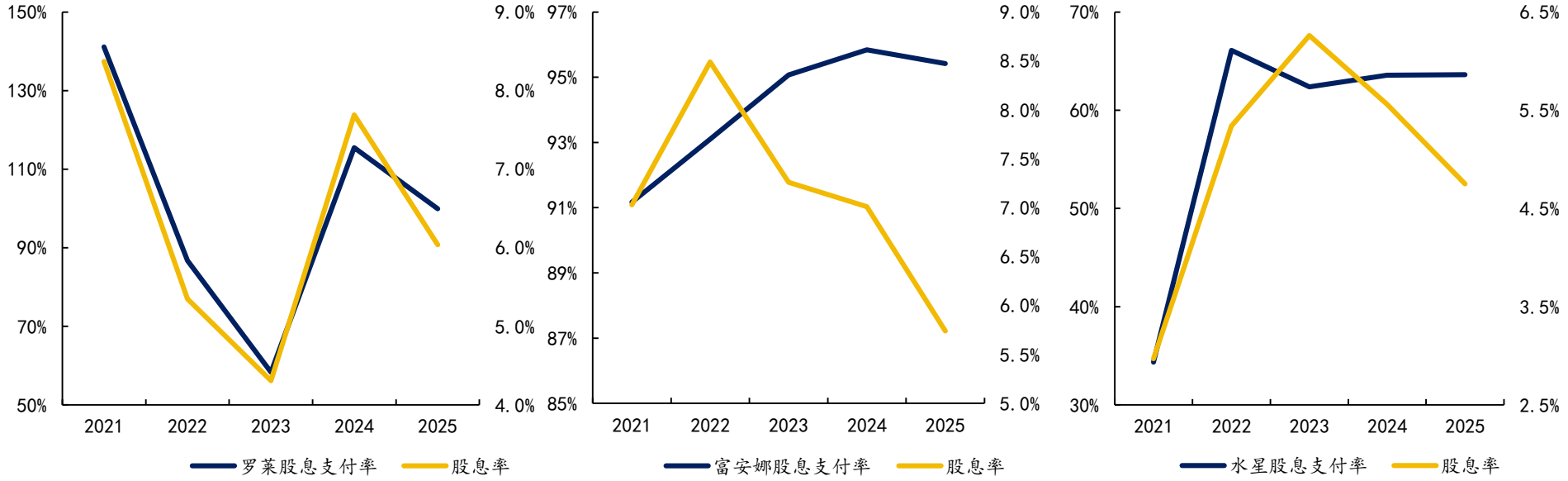
资料来源：久谦，ifind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3.4、高股息方向—家纺

- **在稳健业绩的支撑下，家纺企业有望维持较高分红水平。**2025年罗莱生活/富安娜/水星家纺分红率分别为100%/95%/64%，股息率分别为6.0%/5.7%/4.8%，近五年分红率以及股息率整体维持在较高水平。
- 我们认为在线下渠道稳健，线上渠道快速增长的情况下公司业绩稳定性可以保证，未来家纺企业分红率有望维持较高水平，建议关注三大家纺品牌布局机会。

图表：家纺企业维持较高分红率和股息率



资料来源：ifind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测

证券代码	公司	2026/6/5市值(百万)	营业收入（百万）			归母净利润（百万）			PE		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
纺服											
2331. HK	李宁	45, 958	32, 045	34, 346	37, 287	3, 231	3, 605	4, 156	16. 13	12. 97	11. 16
	yoy		8. 27%	7. 18%	8. 56%	10. 06%	11. 58%	15. 28%			
002832. SZ	比音勒芬	11, 403	3, 884	4, 458	4, 958	675	790	883	15. 73	13. 99	12. 58
	yoy		-9. 97%	14. 78%	11. 22%	22. 57%	17. 04%	11. 77%			
600398. SH	海澜之家	27, 712	23, 813	26, 216	28, 841	2, 291	2, 470	2, 683	15. 73	13. 99	12. 58
	yoy		10. 11%	10. 09%	10. 01%	5. 77%	7. 81%	8. 62%			
3306. HK	江南布衣	10, 479	6, 024	6, 437	6, 858	993	1, 068	1, 144	9. 26	8. 85	8. 28
	yoy		8. 57%	6. 86%	6. 54%	11. 24%	7. 55%	7. 12%			
出口链											
2232. HK	晶苑国际	17, 516	2, 875	3, 119	3, 397	249	279	312	70. 25	62. 72	56. 12
	yoy		8. 87%	8. 45%	8. 94%	10. 99%	12. 00%	11. 76%			
2313. HK	申洲国际	65, 751	33, 674	36, 496	39, 455	6, 396	7, 016	7, 692	12. 06	10. 8	9. 67
	yoy		8. 65%	8. 38%	8. 11%	9. 80%	9. 69%	9. 64%			
603889. SH	新澳股份	5, 581	5, 942	6, 786	7, 740	596	715	832	9. 36	7. 81	6. 71
	yoy		0. 00%	13. 44%	10. 33%	0. 00%	21. 99%	12. 65%			
美护											
1318. HK	毛戈平	31, 274	6, 525	8, 206	10, 251	1, 604	2, 048	2, 578	37. 49	27. 71	20. 72
	yoy		29. 20%	25. 76%	24. 92%	33. 21%	27. 68%	25. 88%			
2367. HK	巨子生物	29, 069	6, 132	6, 841	7, 622	2, 040	2, 287	2, 648	14. 25	12. 71	10. 98
	yoy		11. 12%	11. 56%	11. 42%	0. 00%	2. 45%	12. 88%			
603059. SH	倍加洁	2, 662	1, 769	1, 997	2, 285	147	187	242	18. 06	14. 24	11. 00
	yoy		15. 21%	12. 92%	14. 43%	28. 41%	26. 81%	29. 47%			
003010. SZ	若羽臣	7, 500	5, 706	8, 461	11, 373	372	622	937	72. 23	43. 97	29. 86
	yoy		66. 27%	48. 28%	34. 42%	91. 36%	67. 20%	50. 64%			
2145. HK	上美股份	14, 285	11, 229	13, 883	17, 319	1, 357	1, 688	2, 121	29. 56	23. 81	19. 37
	yoy		0. 00%	22. 45%	20. 85%	0. 00%	22. 71%	21. 67%			

资料来源：wind，国金证券研究所（海澜之家、比音勒芬、李宁、江南布衣、申洲国际、新澳股份、毛戈平、若羽臣、上美股份、巨子生物采用国金预测，其他公司采用wind一致预期）

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- **内需恢复不及预期**：当前我国零售仍有波动，居民消费信心尚未完全恢复，如果内需恢复不及预期，可能会进一步拖累板块表现。

- **汇率波动风险**：特朗普上台后政策具有较大不确定性，短期内对美元指数等产生较大影响，可能波及人民币兑美元汇率，纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。

- **关税风险**：若美国等其他国家加征更高关税，削弱我国产品在全球市场的竞争力，或影响相关出口企业的收入和利润。

仅供内部参考，请勿外传

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

仅供内部参考，请勿外传

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序

国金证券 SINOLINK SECURITIES



国金证券 SINOLINK SECURITIES

最新研报

会议路演

研究专题